



进入稳健恢复道路

铁路运输	推 荐	维持评级
航空运输	谨慎推荐	维持评级
海洋运输	谨慎推荐	维持评级

核心观点:

- **经济振兴交运受益、油价回升影响各异。**
 2009 年上半年在全球经济和中国经济初步恢复的情况下，中国外贸进口运输初步恢复，对海运影响巨大；在国家加强内需投资支持下铁路运输、航空运输受益显著；全球石油价格的反弹将压抑运输行业的利润水平。
- **海运：散货回升、油运好转、集运低迷。**
 - 1、散运：全球经济恢复和煤炭运输的增加支持需求快速上升
 - 2、油运：需求缓慢恢复、运价逐步反弹
 - 3、集运：全球贸易恢复缓慢，需求和运输在低位徘徊。
 - 4、供求：船舶供给加速将抑制海运价格指数水平。
- **航空：需求逐步恢复、油价压力增大。**
 - 1、国内收入稳健增长将支持航空需求出现探底、企稳和回升。
 - 2、国际油价反弹，航油成本增加，航空盈利水平将受到压制。
 - 3、H1N1 流感持续发展，对全球航空业需求恢复造成压力。
- **铁路：货运逐步恢复、客运保持稳定。**
 - 1、货运：经济振兴政策支持铁路货运处于逐步恢复趋势。
 - 2、客运：内需稳健和高速化支持铁路客运稳健增长。
 - 3、铁路重组将成为铁路上市公司大发展的良机。
- **估值：关注行业周期变化和稳健增长的公司。**
 我们给予运输行业其 2009 年平均 25 倍市盈率、13 倍 EV/EBITDA 的估值水平。推荐具有行业整合能力和明确地增长预期的公司，如大秦铁路、铁龙物流、广深铁路、中国国航和南方航空。

分析师

毛 昂

✉: maoang@chinastock.com.cn

☎: 010-6656 8732

相关研究

1. 水运行业下半年展望 09.05.22
2. 水运行业一季度分析 09.02.19
3. 航空业：进入黄金发展时期 09.1.18
4. 2009 年交运业投资策略报告 09.01.01

需要关注的重点公司

股票名称	代码	评级	股价(元)	目标价(元)	PE (X)			09-11EPS CAGR	ROE2009
					2009	2010	2011		
大秦铁路	601006	推荐	10.15	13	21.15	17.5	15.15	17.88%	13.64%
铁龙物流	600125	谨慎推荐	7.78	9.3	25.1	22.23	19.45	15.43%	12.70%
广深铁路	601333	谨慎推荐	5.19	6.25	23.59	20.76	13.31	15.38%	6.45%
中国国航	601111	谨慎推荐	6.82	8.25	21.31	19.49	17.95	7.52%	12.21%
南方航空	600029	谨慎推荐	5.34	6.92	19.07	17.23	15.71	8.33%	44.44%

资料来源：中国银河证券研究所

股票价格截止日---2009 年 6 月 26 日

分析师简介

毛昂

交通运输行业分析师

东北大学计算机专业学士学位，北京理工大学管理专业硕士学位，具有三年大型钢铁企业工作和十年大学任教经历以及十六年证券行业经历，1994 年进入证券行业，就任北京证券交易中心交易部经理，2000 年进入中国银河证券公司研究所任研究员。

主要研究方向：交通运输行业和公司（铁路运输、航空运输、海洋运输和公路运输）。本人是 CCTV “经济信息联播”、“经济半小时”、“中国证券之夜”和“证券频道”特约评论员。33 年工作经历，15 年证券行业从业经历，使本人对制造业、运输业和证券业具有深刻地认识，对于经济周期、交运周期和股票周期具有独特的理论和见解，主要著作有《周期是金》等。

希望能够为中国证券行业的客户提供及时、准确和前瞻性的分析和判断，为广大客户提供及时和客观的证券分析服务，提高客户的收益率，减少客户的风险率，让我们共同见证中国证券市场发展和成长。



投资概要：内需恢复增长、成本下降和稳健现金流是投资主线

驱动因素、关键假设及主要预测：

(1) 我们最新预计，2009 年中国交通运输行业海运、铁路、航空、公路子行业增长率分别为 2.2%、4.8%、8.9% 和 12.6%，海运探底回升、铁路下滑启稳、航空稳健恢复、公路保持强势、机场稳健经营。扩大内需和全球经济恢复是交通运输行业主要驱动因素

(2) 我们假设：2009 年国际石油价格将大幅度下降 37%（平均 60 美元/桶），人民币对美元汇率小幅上升 1.2%，全球铁矿石和煤炭需求快速恢复，支持国际海洋运输指数 BDI 指数大幅度上升，年平均将回到 3000 点左右良好水平，但比较 2008 年平均仍将下降 50% 左右。

我们与市场不同的观点：

市场普遍认为：全球经济调整对中国交通运输各个子行业影响巨大，中国经济继续保持增长态势，属于周期性行业的交通运输行业增长速度将出现大滑坡。

我们认为：交通运输业属于强周期行业，周期的转化已经发生巨大变化，2009-2010 年交通运输各个行业将都将经历探底—反弹—启稳—恢复的过程，行业和公司需求的恢复将给相应的证券带来相当的机会。钢铁快速恢复和外贸的启稳回升对海运业影响巨大，经济振兴和逐步恢复对于海运恢复支持力度是非常大的；经济转入内需的扩张将对铁路、公路和国内航空需求形成长期支撑；现金流稳定的机场业也将保持稳健增长。对于航空业，国内航空的恢复和国际油价保持相对低价格对航空公司经营是巨大的支持，航空业经营将进入良性恢复轨道。

行业估值与投资建议：

考虑到中国交通运输的长期成长性以及各个子行业公司不同的周期性和股东回报率。我们给予海洋运输、航空运输、铁路运输、公路运输和机场服务分别给予其 2009 年 25 倍、26 倍、26 倍、22 倍和 25 倍的市盈率的估值水平（全行业 PE 平均 25 倍水平）。我们给予重点公司合理估值溢价，并给予交通运输行业总体“谨慎推荐”的投资评级，铁路运输“推荐”的维持评级、航空运输以“谨慎推荐”的维持评级，海洋运输以“谨慎推荐”的维持评级、公路运输以“中性”的维持评级。

我们推荐具有资产注入及具有稳健增长预期的重点公司，如大秦铁路、广深铁路和中国国航，以及具有“高成长”的长航油运和铁龙物流等公司。

行业表现的催化剂：

行业收购、兼并和整合以及打破交通运输行业垄断是体现行业投资价值的催化剂。我们认为这两项事件在 2009 年-2010 年发生的可能性最大，相应的也是进行相应子行业投资的较优时机。此外，资产注入也是体现投资价值的催化剂。

主要风险因素：

需求变化和运力投放加速以及燃油价格变动有可能导致运输波动超过我们的预期，并给运输公司带来更大的成本压力，从而影响我们对重点公司的盈利预测。

目 录

一、需求初步恢复、供给稳健上升.....	5
（一）关注需求稳健恢复趋势.....	5
（二）经济振兴对运输行业支持加大.....	6
（三）居民收入增长支持客运需求恢复.....	9
（四）投资：铁路加速、海运恢复、航空启稳.....	11
二、海运：需求稳健恢复 供给加速投放.....	12
（一）全球需求 散运上升 集运探底.....	12
（二）全球供给进入投放高峰.....	14
（三）中国海运 集运低迷、散运上升、油运好转.....	17
三、航空：需求稳健恢复 成本压力再现.....	23
（一）国内需求上升 国际需求反弹.....	23
（二）油价反弹成本上升 毛利率小幅下滑.....	24
（三）客座率上升明显、载运率快速反弹.....	25
（四）航空业汇兑收益减少.....	26
（五）航空经营进入上升轨道.....	27
（六）国内外油价对经营影响增大.....	28
四、铁路：投资全面加速 需求逐步恢复.....	30
（一）内需持续旺盛 铁路投资加速.....	30
（二）货运逐步恢复、客运保持稳定.....	31
（三）短期业绩稳健 长期潜力较大.....	31
五、长期稳健成长是关键.....	33
（一）大秦铁路（601006）：短期逐步恢复 长期潜力较大.....	33
（二）中国国航（601111）：航空旗舰 逆风展翅.....	37
（三）铁龙物流（600125）：铁路特种集运 垄断优势较大.....	41
插图目录.....	44
表格目录.....	45

一、需求初步恢复、供给稳健上升

(一) 关注需求稳健恢复趋势

2009 年下半年需求稳健恢复的铁路业、需求快速增长的航空业以及景气快速恢复的部分海运公司为投资的主线。

2009 年全球经济调整导致中国进出口将出现明显减速，对集装箱运输影响较大，但是中国经济振兴计划使得中国干散货运输出现需求快速上升态势，推动 BDI 指数大幅度反弹，油品运输需求在国家战略储备需求支持下，也出现明显改善的态势；下半年船舶投放速度将超过上半年一倍以上，导致海运供大于求的局面，将制约运输价格的上升空间；航空业需求将继续呈现回升趋势，国际航空将逐步反弹企稳，国内航空将继续稳健上升，航油价格反弹后将震荡启稳，航空业在困难中面临新的机遇，中国航空业经营将逐步进入稳健上升周期。

中国内需消费回升及行业改革和整合加速有利于交通运输公司收入和净利润保持较快增长，盈利能力稳步上升。我们看好内需增长稳健、行业整合中优势明显，周期恢复中受益的中海发展、南京水运、大秦铁路、中国国航、南方航空、以及快速成长的铁龙物流公司。

我们的报告是基于对一系列行业驱动因素的分析 and 预测，包括：需求增速、供给增速、燃油价格、运输价格、行业毛利率、行业整合、资产注入等因素。

表 1：交运行业的主要驱动因素

		2008	2009	2010
关 键 驱 动 因 素	全球经济增长率	3.50%	-0.50%	2.10%
	中国经济增长率	9.00%	8.30%	9.50%
	国际石油价格（美元/桶）	98	60	70
	人民币对美元汇率升幅	7.8%	1.2%	3.0%
	进出口增速	23.5%	-17.0%	8.0%
	城镇固定资产投资增长	26.0%	38.0%	30.0%
	城镇居民收入增长	8.4%	13.0%	14.0%
	海运	需求	7.30%	4.50%
		供给	6.50%	8.70%
	航空	需求	4.70%	8.90%
		供给	8.20%	8.30%
	铁路	需求	8.70%	9.36%
		供给	7.10%	9.86%
	公路	需求	14.80%	11.30%
		供给	15.20%	11.20%
	铁路运价	2%	1%	3%
	海运价格：BDI 平均指数	6100 点	2800 点	3200 点
	航空客座率	73%	74%	75%

资料来源：中国银河证券研究所 国际货币基金组织

经济增长的运输需求是拉动运输行业增长的关键驱动力。我们预测 2009--2010 年交运需求总体增速呈现启稳、恢复和上升局面，各个子行业恢复速度差异比较大。

货运方面：2009-2010 年总体增长速度分别为-1.49%和 6.97%，在 2009 年将下降 8 个百分点，2010 年将恢复上升 7 个百分点，2009 年一季度，海运和空运展开快速反弹，铁路逐步恢复，公路保持稳健。

客运方面：2009-2010 年总体增长速度分别为 8.44%和 9.07%，比较 2008 年呈现探底态势，2009-2010 年进入稳健增长趋势，增长速度分别为上升 0.49 个百分点和 0.37 个百分点，其中，铁路稳健上升，公路增速放缓、水运小幅下滑、航空快速回升。

表 2：货运增速：探底回升走势

	GDP 增长	货运增长	水运增长	空运增长	铁路增长	公路增长
2002A	9.30%	0.59%	0.74%	10.60%	3.50%	3.55%
2003A	9.90%	16.27%	23.27%	15.05%	8.19%	6.94%
2004A	10.40%	19.25%	25.21%	23.40%	11.96%	8.72%
2005A	10.10%	16.92%	19.57%	8.98%	13.47%	11.21%
2006A	10.00%	10.29%	11.56%	16.69%	5.85%	13.82%
2007A	11.50%	13.74%	15.35%	27.94%	8.41%	16.70%
2008A	9.60%	6.27%	4.88%	2.59%	5.57%	15.46%
2009E	8.00%	-1.49%	-4.60%	-10.20%	-1.80%	14.80%
2010E	8.50%	6.97%	5.30%	8.90%	6.20%	15.20%

资料来源：WIND 中国银河证券研究所

表 3：旅客运输增速：稳健增长趋势

时间	城镇居民收入	旅客总计	铁路	公路	水运	民航
2005A	11.37%	8.14%	9.74%	5.99%	-2.05%	14.10%
2006A	12.07%	10.52%	9.73%	9.68%	15.09%	16.51%
2007A	17.24%	12.05%	8.99%	12.92%	3.20%	17.15%
2008A	10.70%	8.32%	7.08%	10.41%	-2.98%	3.23%
2009E	11.20%	8.81%	6.55%	9.76%	-2.33%	10.98%
2010E	12.30%	9.18%	8.87%	8.67%	-3.66%	12.52%

资料来源：WIND 中国银河证券研究所

（二）经济振兴对运输行业支持加大

2009-2010 年中国经济率先恢复，对中国交通运输业支持相当大，特别是对于海洋运输和航空国际航线等外向型运输行业和公司。由于我们预计 2009 年的 GDP 增长幅度为 8.0%，比较 2008 年预计的 9.6%下降 1.6 个百分点，按照货运平均弹性系数分析，2009 年总体货运运输增速将放缓到 5.13%，同比将下降 3.3 个百分点；

海洋运输由于与宏观经济和固定资产投资关系巨大，中国经济率先展开振兴计划，散货运增速已经率先出现反转趋势，油品运输展开反弹，集装箱运输下降幅度也开始收窄，2009 年

水运总体呈现逐步恢复态势，一季度同比下降 7.67%，下半年将逐步恢复到正增长水平，全年海运增速下降将放缓到-4.6%，而 2010 年恢复到增长 5.3%的水平，主要是散运进口大幅度增长，集运也逐步启稳和恢复，在国家战略储备政策支持下，石油进口增长也保持稳健增长趋势。

表 4：货运周转量：展开探底缓慢恢复趋势

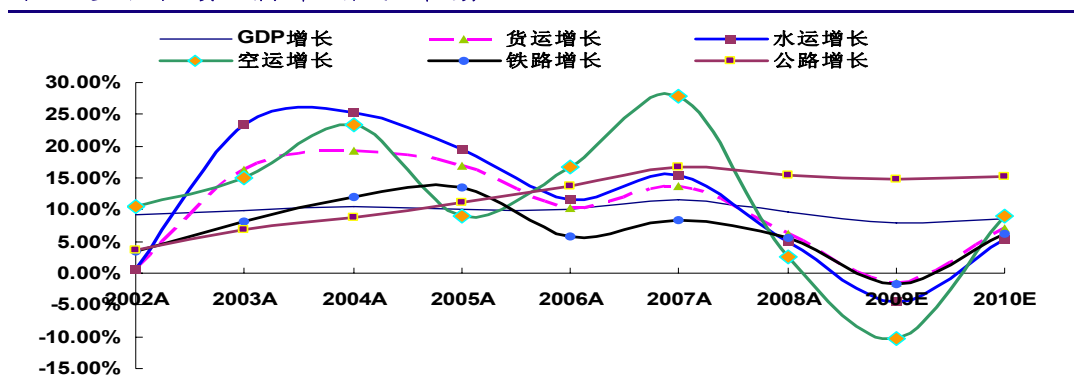
日期	国内生产总值	货物周转量	水运	民航	铁路	公路
1997A	78973	38368	19235		13253	5272
1998A	84402	38046	19406		12517	5483
1999A	89677	40496	21263		12838	5724
2000A	99215	44452	23734		13902	6129
2001A	109655	47591	25989		14575	6330
2002A	120333	47872	26181	50	15086	6555
2003A	135823	55663	32275	58	16321	7010
2004A	159878	66378	40412	71	18273	7621
2005A	183868	77607	48320	78	20734	8476
2006A	210871	85592	53908	91	21947	9647
2007A	242518	97349	62182	116	23793	11258
2008A	265800	103453	65218	119	25118	12998
2009E	287064	103942	63653	109	25321	14859
2010E	312899	110848	67026	119	26781	16922

资料来源：WIND 中国银河证券研究所 单位：亿元、亿吨公里

由于中国经济处于基础建设的固定资产投资高潮时期，经济增长对于交通运输行业的需求弹性系数就高于全球平均水平，全球平均水平是 1.66，中国平均水平的 2.3，这样虽然上升速度加快的时候运输行业增长加速，但是在经济放缓的时候运输行业减速也比较大。

对于航空行业，2009 年 1-4 月航空货运同比为-17.4%，下半年经济恢复可能增加对于高科技和高附加值货物的快速运输的需求，下半年将进入从负增长逐步回升的发展时期。我们预计 2009 年航空货运增长将放缓到-10%左右，2010 年将转为上升为 8.90%；

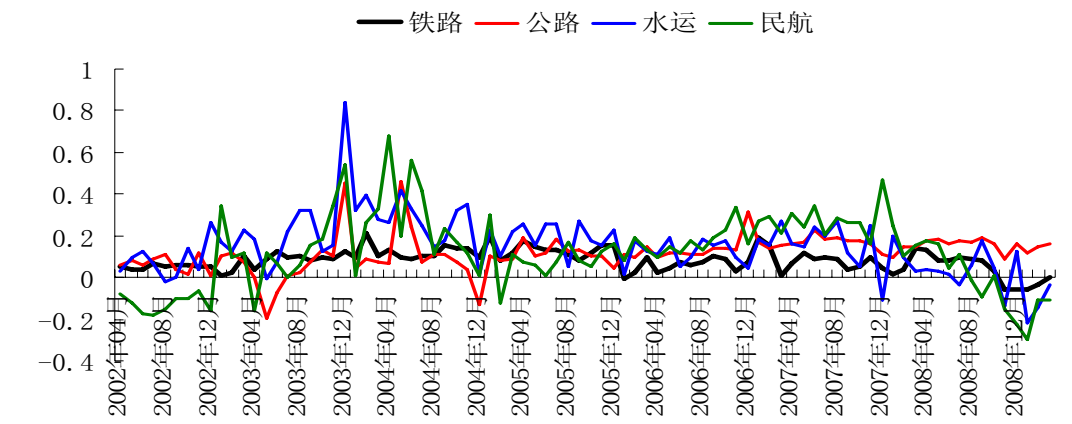
图 1：交运各行业货运增长率：探底回升趋势



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

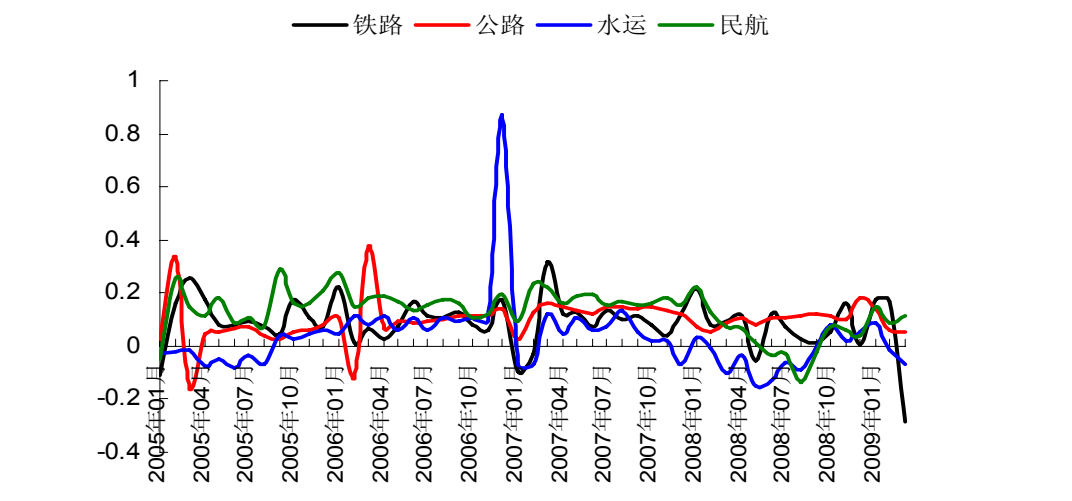
综合分析上半年货运周转量增长速度情况,水运和空运在年初都经历了多年罕见的大跳水情况,但是3-5月已经出现快速反弹迹象,下降幅度明显收窄,铁路也出现10年以来第一次负增长,主要煤炭运输出现大幅度下降,沿海地区大批企业经营下降减少了煤炭需求,同时电力企业与煤炭企业的谈判长期没有结果,使得电力企业转向海外进口煤炭,导致国内铁路煤炭运输出现负增长,上半年进出口贸易下降25%左右,也是铁路运输下滑的重要原因。

图 2: 货运周转量同比: 出现快速反弹趋势



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 3: 客运周转量同比: 民航上升、公路下滑、铁路波动



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

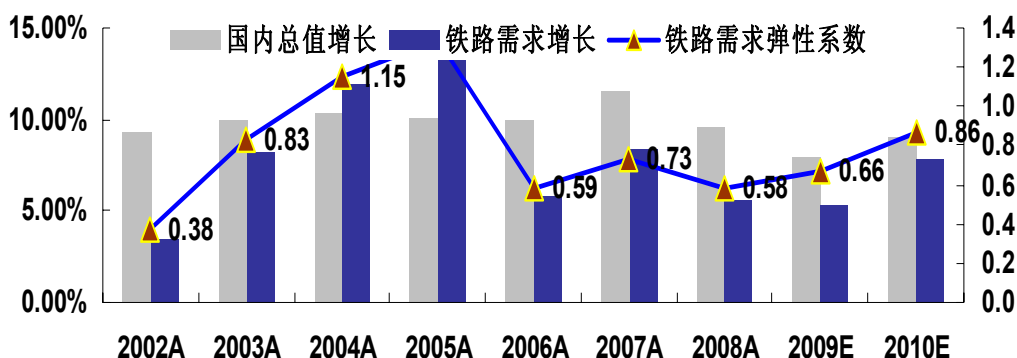
2009 年上半年, 运输行业旅客运输总体稳健增长, 表现最好的是航空运输业, 航空需求快速恢复上升, 客座率稳健提升, 下半年有望继续维持稳健上升趋势, 公路旅客运输增长幅度有小幅放缓, 水运旅客运输基本退出市场, 仅仅保留旅游项目, 铁路运输保持上升趋势, 季节性高峰旅客运输不断创造新高度。

综合分析, 旅客运输的重要的主导因素已经转为速度和效率问题, 航空方式速度最快, 增长速度也最快, 铁路不断提高速度, 旅客运输也呈现循环上升局面, 水运速度最慢就逐步退出旅客运输市场, 公路范围最广泛继续保持一定的增长, 但增长幅度逐步放缓。

我们认为：铁路行业是 2009-2010 年经济调整时期处于相对稳健增长的交通运输业，发展潜力巨大，到 2010 年国家规划达到 9 万公里铁路营业里程，供需缺口依然存在。我们预计，2009-2010 年铁路货运和客运都将保持稳健增长的发展趋势。

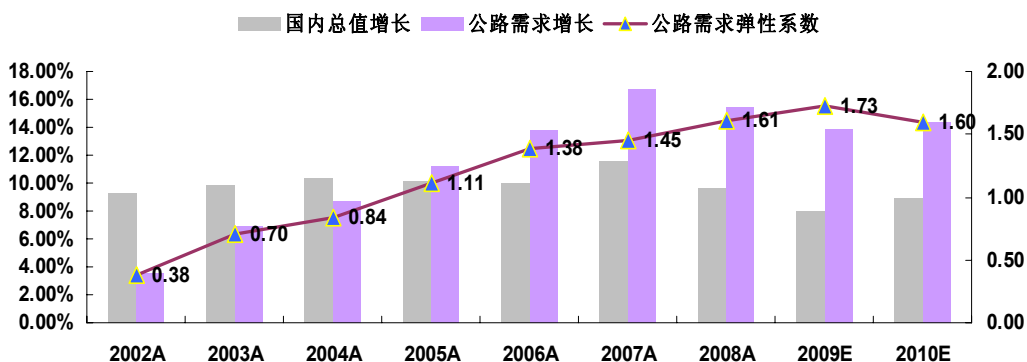
虽然全球经济即将进入调整，对中国经济的影响主要是外部需求的减弱，而中国经济内部需求潜力巨大，而中央鼓励和扩大内需的战略即将出台和实施，所以中国经济内部的交通运输行业的增长速度收入增速虽然有小幅度下滑，但总体还是能够保持在比较高的增长水平上发展。我们预计，公路需求弹性系数将继续保持高水平，2009-2010 年公路货运将保持 12.6% 和 11.2% 的两位数增速的发展水平。

图 4：铁路运输弹性系数：稳健性最好



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

图 5：公路运输弹性系数：维持高水平



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

（三）居民收入增长支持客运需求恢复

2008 年受到经济调整影响，旅客运输增速大幅度下滑，总体增速从 2007 年的 12.06% 放缓到 9.05% 的水平。2009 年一季度同比增速进一步放缓到 7.67% 的水平。

航空旅客运输：2009 受到居民收入稳健上升、经济振兴和国内旅游探底回升影响，2009 年 1-4 月航空业再次展开 11.62% 的回升局面，我们预计航空行业 2009-2010 年将增速将达到

12%和 14%，在旅客业运输在交通各子行业处于领先地位，大于 2008 年 3%的增长水平，但是稍低于 2007 年 17%的增长水平。

铁路旅客运输：在经历 2009 年 1-2 月份铁路旅客运输高峰后，3-5 月在 H1N1 流感影响下，铁路旅客运输出现小幅度负增长，我们预计 2009 年下半年铁路旅客运输将逐步恢复正常水平，2010 年将进入快速发展的新时期。在中国快速旅客运输网逐步投入运行后，随着中国“四横四纵”高速铁路网建设和区域内部高速铁路网的完善，铁路客运进入高速运输时代，旅客运输速度将从平均每小时 80 公里逐步上升到 160 公里，高速网运输速度将达到 250—350 公里，这样旅客运输速度和数量将成倍增长。我们预计，2009-2010 年，铁路客运将呈现稳健增长，同比增速将回升到 6.59%和 8.88%的良好水平。

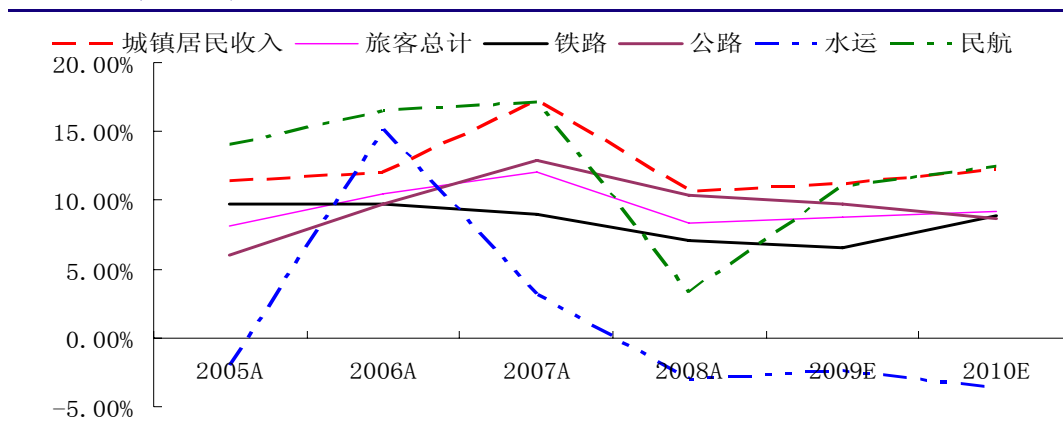
表 5：客运周转率：从快速转入稳健

时间	旅客总计	铁路	公路	水运	民航
2002A	13933	4792	7815	84	1242
2003A	13592	4585	7679	64	1263
2004A	16067	5499	8719	66	1783
2005A	17375	6035	9242	65	2034
2006A	19203	6622	10136	75	2370
2007A	21516	7217	11445	77	2776
2008A	23305	7728	12636	75	2866
2009E	25357	8234	13869	73	3181
2010E	27686	8965	15072	71	3579

资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

单位：亿人公里

图 6：客运周转增长率：稳健增长、航空领先



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

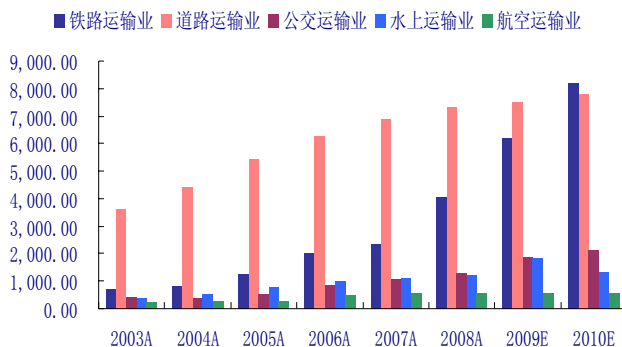
公路旅客运输：由于受到地震水灾旅游等影响，2008 年增速为 10.40%，同比下降 4 个百分点。2009 年-2010 年虽然受到经济转型影响，2009 年 1-3 月，公路旅客运输周转量同比增长 8.24%，下半年将继续小幅度回升，公路客运总体维持稳健增长水平，预计 2009—2010 年增长将达到 9.75%和 8.67%，将呈现探底回升态势。

水运旅客运输：由于数量太少已经退出基本运输行业，基本属于旅游专用行业。

(四) 投资：铁路加速、海运恢复、航空启稳

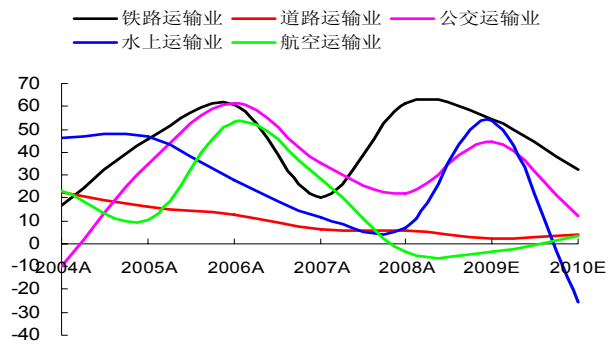
交运各行业固定资产投资方向发生重大变化，外需运输投资出现滞后性的高增长，内需运输投资增速开始加速上升。我们预计，2009-2010 年交通运输业总体固定资产投资稳步增长，总体增速分别为 16.50% 和 22.16%；水运投资进入几年来船舶下水的高峰，明年将显著回落，增速分别为 54% 和 -26%，航空投资将企稳回升，增速分别为 -4% 和 3%，铁路加速上升，增速分别为 54% 和 32%，公路将小幅下滑，增速分别为 2% 和 4%。

图 7：交运投资：内需占优、水运高峰



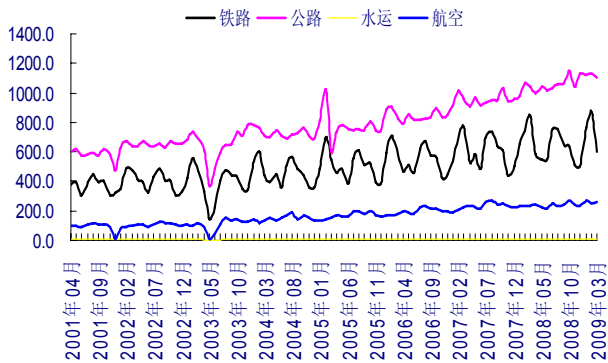
资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 8：投资增速：铁路大升、航空水运回稳



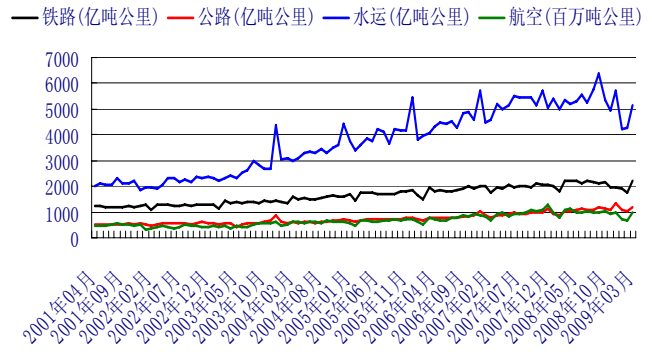
资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 9：客运周转：航空上升、公路稳健、铁路强劲



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 10：货运周转：海运空运跳水反弹、公路稳健、铁路回升



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

从货运月度增长率分析，水运、航空和铁路都在连续几个月下滑后开始反弹，公路保持稳健增长，总体增长也出现逐月下滑局面已经明显收窄。

综合分析：一季度货物运输周转量增长出现 -7.67% 的下滑，主要是海洋运输出现后 -17% 的下降，虽然干散货运输有一定的反弹，但集装箱运输大滑坡后恢复缓慢，油品运输也出现下滑后缓慢恢复局面；航空运输方面，国际航空运输大跳水从 1 月份的 -30% 逐步收窄到 5 月份的 -10% 左右，国内航空快速上升，增长速度已经从 2008 年 3% 上升到 2009 年一季度的 11%，并且继续上升趋势；铁路货物运输 2009 年 1-4 月出现 10 年来首次绝对下降的 -4% 的局面，主要是电力和煤炭行业的矛盾导致南方电力转向海外进口，预计下半年将处于稳健恢复状态，公路运输维持 14% 的高增长局面，有希望进一步上升。

二、海运：需求稳健恢复 供给加速投放

（一）全球需求 散运上升 集运探底

从海洋货运运输结构分析，集装箱运输呈现探底后缓慢恢复态势，2009 年运输周转量将下降到 3.9% 的近年来最低增长水平；从中长期增长速度分析，全球经济将从 2010 年逐步进入恢复性增长阶段，将再次进入一种稳健增长的轨道。由于 2009-2010 年集装箱运输船舶投放继续保持 11% 以上的增长速度，我们预计，虽然集装箱运输需求即将进入缓慢恢复增长的态势，但是船舶投放速度还是远大于全球贸易恢复需要的集装箱运输需求速度，所以供求指数将还将继续下降，2010 年将下降到最低的 90 水平左右，所以集装箱运输价格指数恢复上升趋势将是一个缓慢和漫长的过程。集装箱运输业务恢复到盈利区域也是一个缓慢的过程。

表 6：海运集装箱：运量缓慢恢复、运力增速不减、供大于求延续

年份	有效运力	有效运力	海运量	海运量	供求指数
	/万 TEU	增长/%	/万 TEU	增长/%	
2006	1074.3	12.7	17961.8	11.3	103.9
2007	1208.1	12.5	20340.3	13.2	104.6
2008	1353.7	12	22003.7	8.2	101
2009*	1513.7	11.8	22838	3.9	93.9
2010*	1680.1	11	24459.8	7	90.5
2011*	1818.2	8.2	26445.1	8.1	90.4
2012*	1912.5	5.2	28731.1	8.6	93.4
2013*	2049.2	7.1	31343.5	9.1	95.1

资料来源：中贸物流网

表 7：全球散运新动力、煤炭出口稳健增长

单位：百万吨

国家	2003	2004	2005	2006	2007	2008
澳大利亚	101	106.7	106.4	110.8	111.3	113.8
南非	70.3	63.7	71.9	67.7	66.3	64.3
印尼	90.1	105.9	129	175.5	190.5	197.5
俄罗斯	26.5	40.5	45	50.3	53.8	53.8
哥伦比亚	45.8	51.2	55.3	59.7	64.6	68.6
五强合计	333.7	368	407.6	464	486.5	498
全球出口量	448	483	507	544	566	581
五强占比	74.49%	76.19%	80.39%	85.29%	85.95%	85.71%

资料来源：中贸物流网

支持全球海洋散货运输的新动力是全球煤炭出口稳健增长，从出口数量分析，近 5 年来全球煤炭出口平均每年增长仅仅 5% 左右。但是实际周转量水平将达到 10% 以上。首先、随着石

油价格的不断上升，2009 年一季度以后，全球煤炭运输需求再次上升，其次、一个重要的因素是中国从煤炭净出口国家成为净进口国家，导致日本韩国减少的从中国进口的煤炭数量转而向印尼、澳大利亚甚至南非购买煤炭，而中国南方许多企业到海外购买煤炭的距离也增加

了 3-4 倍，这样运输距离延长了 2-5 倍，相应的海洋运输周转量也就上升了 2 倍—5 倍，这样海洋运输距离就大大增加了。

表 8：全球铁矿进口：中国增长惊人 拉动需求上升

国家	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
中国	148.1	208.1	275.2	326.3	383.6	430	493
日本	132.1	134.9	132.3	135.3	138.9	140.9	137
韩国	41.3	44.2	43.5	43.9	46.1	48.2	46
欧盟 15 国	112.1	118.8	122.5	126.9	127.9	129.9	126
总计	433.6	506	573.5	632.4	696.5	749	802
全球进口总量	517	587	661	724	788	839	881
四强合计占比	83.87%	86.20%	86.76%	87.35%	88.39%	89.27%	91.00%

资料来源：中贸物流网 中国银河证券研究所

表 9：全球铁矿出口：澳大利亚巴西优势明显

地区	2003	2004	2005	2006	2007	2008
太平洋地区						
澳大利亚	187.6	209.8	239.3	248.4	267.2	303
印度	55	61.3	89.6	86.4	90.1	88
秘鲁	5.2	5.9	6.2	6.7	7	7.4
大西洋地区						
巴西	187	218.5	224.2	242.5	270.9	310
加拿大	20.2	20.7	19.7	21.3	22.9	23.7
瑞典	15.6	17.3	17.6	18.4	19.9	21.6
南非	24.1	22.4	25.8	26.2	30	32.7
毛里塔尼亚	9.6	11	10.6	10.7	10.8	10.7
总计	517	587	661	723	788	839
奥巴合计占比	72.46%	72.96%	70.12%	67.90%	68.29%	73.06%

资料来源：中贸物流网

2009 年一季度，全球大部分地区的钢铁生产出现下降局面，但是从二季度开始大部分钢铁企业纷纷恢复生产，特别是中国钢铁生产出现快速恢复趋势，中国铁矿石进口连续三个月突破月进口 5000 万吨大关，创造了历史新记录。

综合分析，2009 年全球铁矿石进口将再次继续多年的快速增长趋势，中国钢铁业持续需求和全球钢铁行业逐步恢复，使得全球散货运输出现戏剧性变化，需求出现大幅度下降后快速恢复上升的趋势，全球钢铁和煤炭需求的快速恢复使得 2009 年—2010 年全球散货运输继续保持稳健增长的趋势。

表 10：全球散货周转量预测：钢铁快速恢复、煤炭谷物稳健

货种	2007	2008	2009E	增长率
铁矿砂	781	856	881	2.90%
煤炭（含焦炭）	717	767	780	1.69%
其他矿石	267	277	280	1.08%
钢铁	220	233	235	0.86%
谷物	236	244	250	2.46%
小宗散货	999	1024	1034	0.98%
总计	3220	3401	3440	1.15%

资料来源：中贸物流网 中国银河证券研究所

表 11：1999-2010 年全球水运三大需求与预测（单位：百万吨）

	散货合计	其他干货	集装箱	油品合计	总计	增长率
1999A	2017	755	560	2099	5431	
2000A	2190	778	628	2170	5766	6.17%
2001A	2206	799	647	2224	5876	1.91%
2002A	2319	811	718	2205	6053	3.01%
2003A	2381	854	805	2344	6384	5.47%
2004A	2478	918	918	2459	6773	6.09%
2005A	2573	930	1020	2551	7074	4.44%
2006A	2664	982	1129	2662	7437	5.13%
2007A	2727	1029	1244	2757	7757	4.30%
2008A	2784	1067	1361	2850	8062	3.93%
2009E	2817	1048	1286	2897	7944	-1.46%
2010E	2915	1055	1358	2939	8267	4.07%

资料来源：中国贸易网 BLOOMBERG 中国银河证券研究所

（二）全球供给进入投放高峰

从水运运输市场船舶供应情况分析，由于 2006-2008 年运输高峰期间，海运的超高利导致全球运输行业订购了超量的新船，这些船舶将在 2009—2010 年下水投入运输市场运营，根据中贸网统计，全球散运船舶按照灵便型、大型灵型、巴拿马型和好望角型，2009 年分别增长 9%、38%、9%和 22%，而 2010 年将再次惊人增长 6%、29%、15%和 31%，散货船这样的下水投放增长速度是过去几年的 2-3 倍；而油轮的下水增长速度也是非常惊人的，仅仅 VCLL 超级油轮 2009 和 2010 年将分别下水 61 艘和 65 艘，按照全球现在规模 510 艘计算，下水规模增长将分别增长 12%和 11%，船舶供给超过油轮需求平均年增长 3%的 3 倍左右。

从海洋运输的需求和供给关系分析，情况就更加严重，2006 年—2007 年由于干散货运输价格大幅度上涨，引发全球运输行业订购了大量新船，而 2008 年全球干散货运输需求量已经出现明显减速，2009 年全球需求将绝对下降，2010 年将缓慢上升，目前正在全球造船厂建造的散货船在 2009 年投放将达到 5690 万吨，超过 2008 年投放量的一倍，船舶供给增长 14%，而我们预测，2009 年全球干散货运输需求开始逐步恢复，从一季度预测-5%上升到 2.4%，主

要是中国铁矿石进口将继续保持增长 10%左右的上升趋势, 欧洲日本美国矿产品进口也开始逐步恢复, 干散货运输需求已经恢复上升趋势。

表 12: 全球散货数量: 即将进入投放高峰

单位: 艘

指标	灵便型	大灵便型	巴拿马型	好望角型
现有规模	2715	722	1575	832
当月拆解量	18	1	7	0
2009 年交付	243	276	141	184
2010 年交付	194	293	252	315
2011 年交付	170	190	185	166
手持订单	72	43	70	58
2012 年交付	7	7	20	13
2013 年后交付	0	0	4	1
2014 年后交付	0	0	4	1
合计	686	809	672	737

资料来源: 中贸物流网

表 13: 全球散货船新增规模: 未来三年惊人增长

年份	灵便型		大灵便型		巴拿马型		好望角型		Total	
	4 万载重吨以下		4~6 万载重吨		6~10 万载重吨		10 万载重吨以上			
	No.	DWT	No.	DWT	No.	DWT	No.	DWT	No.	DWT
2008	33	875315	38	2068173	8	619600	5	994800	84	4557888
2009	275	8291880	283	15846734	146	11937284	170	31646156	874	67722054
2010	266	8374485	327	18464341	273	22202545	301	53414658	1167	102456029
2011	198	6583034	240	13539952	209	17118484	197	36608320	844	73849790
2012+	95	3272762	59	3329820	99	7710670	97	20266734	350	34579986

资料来源: 中贸物流网

表 14: 全球油轮规模: 投放加速、VLCC 领先

单位: 艘

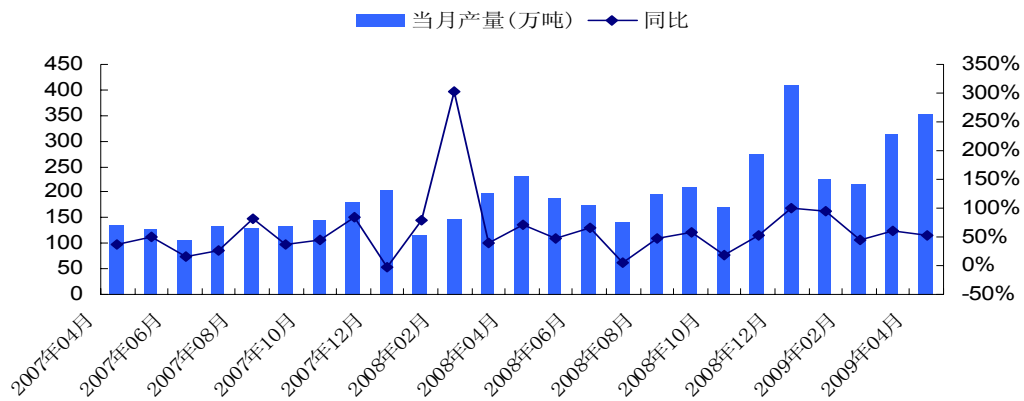
船型	2.5-5 万吨	巴拿马型	阿芙拉型	苏伊士型	VLCC
现有规模	1543	423	747	356	510
当月拆解量	0	1	1	0	0
2009 年交付	205	63	109	68	61
2010 年交付	162	28	94	48	65
2011 年交付	114	32	53	37	79
手持订单	20	0	3	9	13
2012 年交付	3	0	0	1	1
2013 年后交付	1	0	0	0	0
2014 年后交付	1	0	0	0	0
合计	505	123	259	163	219

资料来源: 中贸物流网

综合分析, 2009 年, 全球干散船供给增长为 14.7%, 但是需求增长仅仅为 2.4%, 供应需求比下降到 10 左右, 远远小于平衡需求的 12-13 水平, 大批新船将减缓的海洋运输市场恢复

速度，中期航运市场还有反复。2010 年更多的新船还要下水，所以中期散运市场逐步恢复后，还将面临船舶供应加速的压力。

图 11：中国船舶月产量：需求减速、供给加速、运能过剩将继续



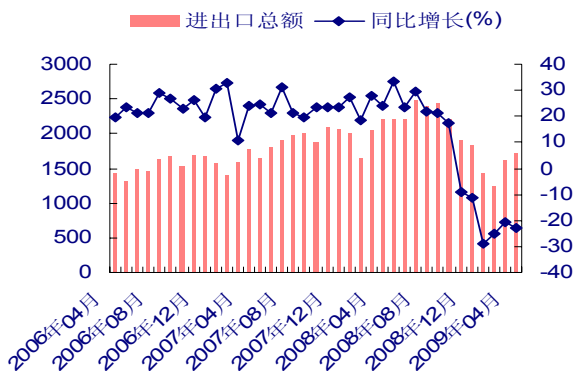
资料来源：WIND 中国银河证券研究所

(三) 中国海运 集运低迷、散运上升、油运好转

1、外贸下降影响集运、振兴计划支持散运和油运

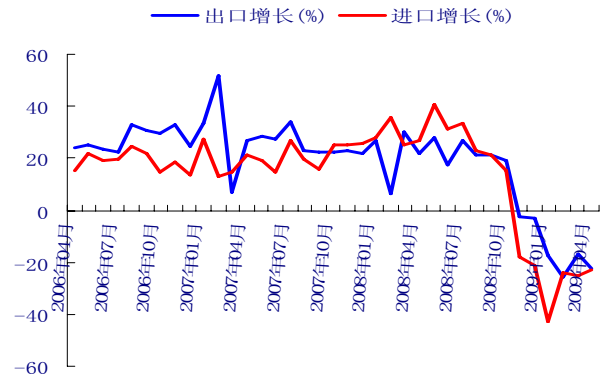
从2008年下半年到2009年上半年,全球经济增长态势发生巨大变化,原材料出现连续的暴涨—暴跌—上涨的局面,在铁矿、有色金属、石油等大宗商品连续暴涨后,中下游产业终于无法支撑下去的时候,相应投资终于开始下降,导致钢铁、煤炭、建材、有色、石油甚至粮食需求的大幅度减速,海洋运输的干散货需求在年初骤然下降,出现历史罕见的暴跌行情。

图 12: 进出口贸易: 大幅下降 缓慢恢复



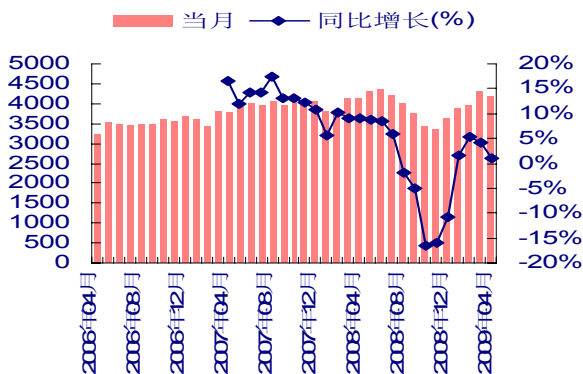
资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 13: 进出口增速: 出口低位徘徊、进口下降放缓



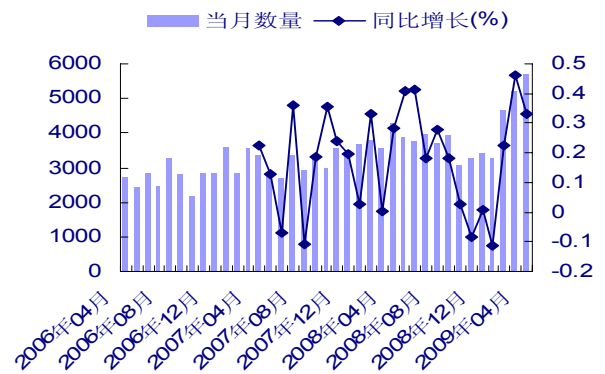
资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 14: 生铁产量: 大幅度波动后稳定



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 15: 铁矿进口量: 惊人爆发 难以持续

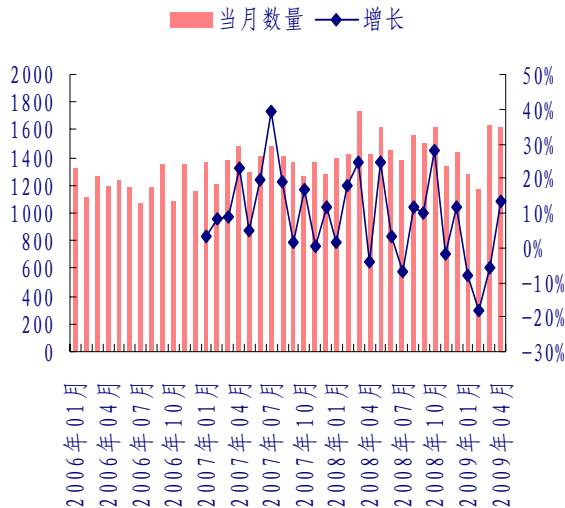


资料来源: WIND 中国银河证券研究所

2009 年 1-5 月,全球散货运输逐步恢复,主要是中国铁矿石进口大幅度增加以及石油再次全面上涨带动的全球煤炭运输需求快速恢复,中国铁矿进口在2009 年4 月份月度进口量达到 5700 万吨,创造了历史新记录,全球石油价格也从年初的 40 美元/桶上升到6 月的 70 美元/桶,导致全球煤炭市场再次活跃,煤炭价格也上升了 40%以上,煤炭需求再次升温,这样全球散货运输恢复非常快,BDI 指数也从年初的 1000 点左右上升到6 月份的 4000 点左右。但是由于全球总体贸易量同比继续下降 20%以上,使得全球集装箱运输继续低迷,集装箱需求严重下滑,目前集装箱运输市场处于缓慢地恢复状态,石油需求也逐步恢复,2009 年 3-4 月中国进口石油再次超过 1600 万吨/月,已经接近历史最高水平,中国经济的恢复和国家战略储备计划对于石油运输支持比较大,石油进口稳健增长的趋势将继续下去,海洋运输从严重供大于

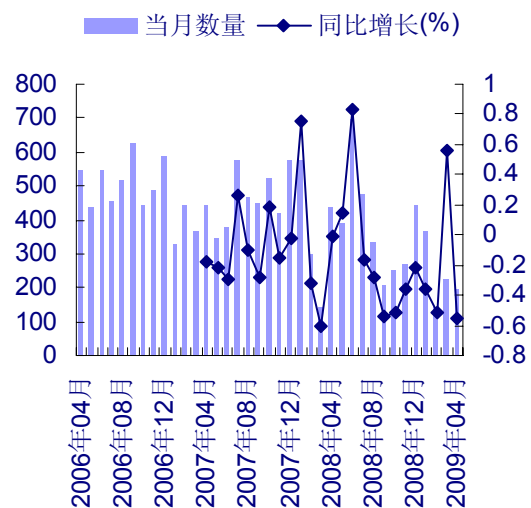
求逐步向供求平衡转变。我们预计，2009 年下半年海洋运输市场将进一步维持稳健恢复的趋势。

图 16: 原油进口数量: 恢复快速增长轨道



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 17: 煤炭出口: 下滑趋势有望放缓



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

2009 年 1-5 月，中国钢铁业需求再次上升、价格稳健恢复，导致钢铁产能大批恢复，使得铁矿石需求明显增加，而国际铁矿石价格大跌和国际海运费暴跌导致进口量大增，进口铁矿到岸价格从 2008 年最高每吨 190 美元下降到 70 美元，国内铁精矿从最高每吨 1900 元下跌到最低 500 元，已经处于亏损边缘，国内铁矿石生产能力已经从 2005 年的 4 亿吨上升到 2008 年的 8 亿吨，国产矿与进口矿展开激烈竞争，这样的情况也导致进口量的突然大幅度上升。但是随着国际铁矿石价格的恢复和运输成本的大幅度恢复，2009 年 6 月，进口铁矿石到岸价格平均水平从年初的每吨 70 美元再次上升到 90 美元（折合人民币 630 元），国内铁矿又有了每吨 100 元—150 元利润空间，这样大批低品位国内铁矿又将纷纷恢复生产，反过来导致进口铁矿运输需求量再次下滑，所以下半年铁矿进口难以持续在每月 5000 万吨以上，预计平均每月将下降到 4300 万吨左右。

表 15: 生铁再升温、铁矿进口提速

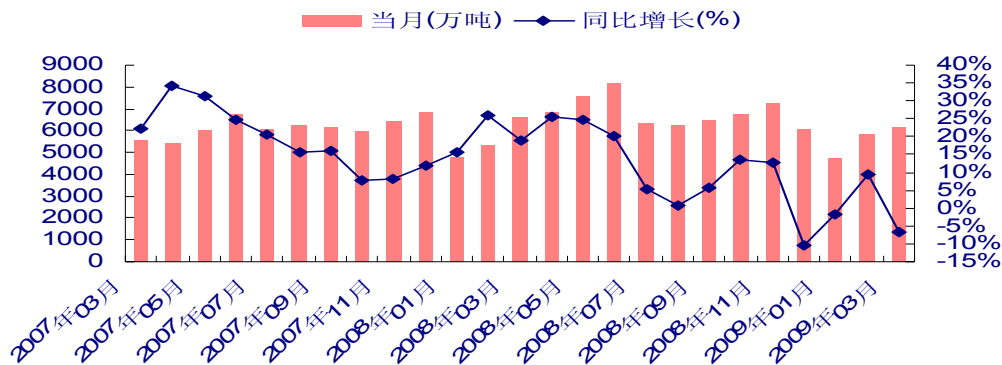
	国产铁矿	国产品位	进口铁矿	增长	进口品位	生铁产量	增长
2005A	39,675	0.374	27,525		0.63	32,730	
2006A	57,397	0.337	32,611	18.48%	0.63	40,540	23.86%
2007A	69,803	0.312	38,348	17.59%	0.63	46,705	15.21%
2008A	82,401	0.252	44,356	15.67%	0.63	47,067	0.78%
2009E	72,124	0.271	49,463	11.51%	0.63	49,821	5.85%

资料来源: WIND 中国银河证券研究所

我们最新调整: 2009 年中国生铁产量将上调为 49463 万吨，同比上升 5.85%，国产铁矿石受到进口冲击、成本压力多重因素，产量也将下降到 72124 万吨，进口铁矿石需求反而明显

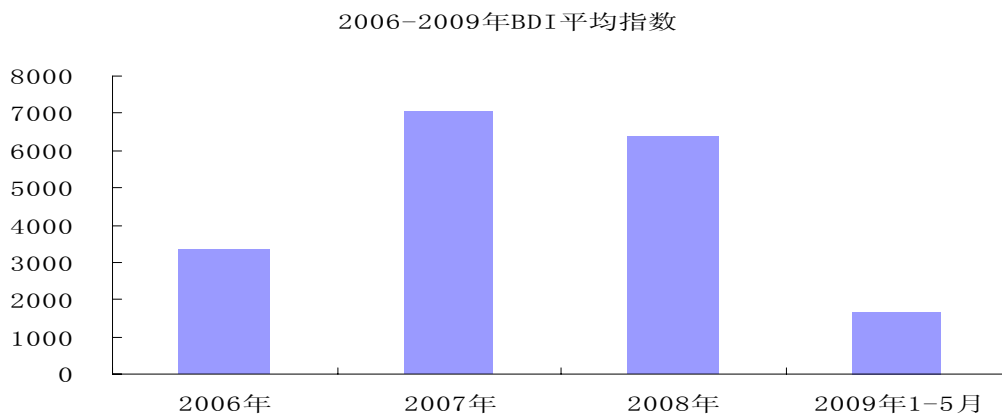
上升，2009 年我国进口铁矿石将上升达到 49463 万吨，同比增长 11.51%，进口总量继续保持稳健增长局面，但是下半年随着进口到岸价格的大幅度上涨，国产铁矿产量将再次大幅度恢复性上升，进口运输需求将受到严重制约，下半年铁矿石运输需求将出现一定程度的回落。

图 18: 国产铁矿石：进口矿大增、国产矿增长受阻



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 19: BDI 指数年平均值: 回到 2006 年水平



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

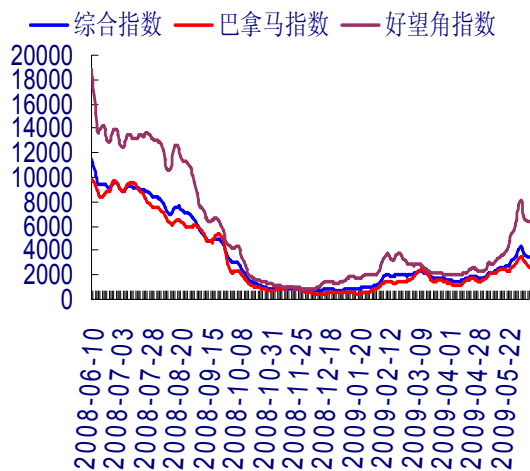
2、海运指数：BDI 回升、集运探底、BITR 启稳

2009 年一季度，随着中国经济振兴计划的全面实施和国际经济的逐步恢复，国际散运指数 BDI 指数从年初的 800 多点上升到 6 月份的 4291 点，目前 3500 点左右徘徊，这样中国海洋运输公司的干散货运输业务就经历从“暴利”--“巨亏”--“扭亏为盈”的历程。我们预计，中国经济继续发展和全球经济缓慢的恢复将支持干散货运输指数保持合理的运行区域，下半年将有希望在 2000 点—4000 点范围波动，我们将 BDI 全年预测从平均 2500 点提高到 2800 点，这是一个具有合理利润的经营范围，符合目前全球散货运输供给加快和需求逐步恢复的情况。

分析中国集装箱出口运输指数，2009 年上半年也继续出现明显下滑局面，甚至超过干散货的情况，价格指数从 1200 多点下滑到 830 多点。到 2009 年 4 月底，虽然集装箱出口价格下

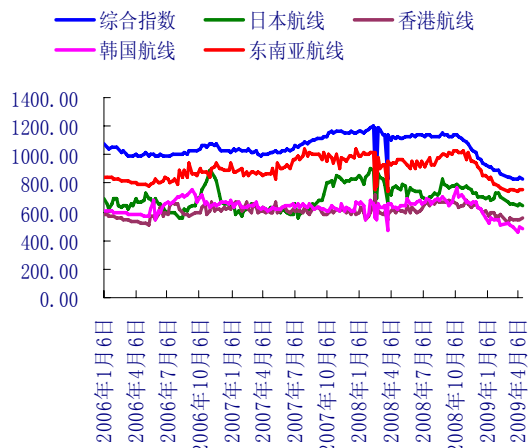
降趋势还是没有改变，我们看到，800 点的支撑力度明显比较强，有希望在下半年转为小幅度恢复性上升局面。从目前集装箱运输价格分析，集装箱出口运输已经处于亏损状态，类似 2009 年四季度散货运输亏损经营的情况，这种情况难以长期维持，否则停航的船舶将越来越多，预计 2009 年下半年集装箱运输指数将上升到 900 点左右，集装箱运输将恢复微利运行的状态。

图 20: BDI 指数: 大幅上升后回归平稳



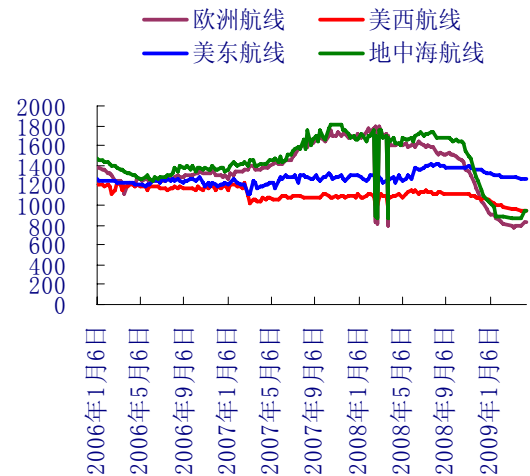
资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 21: 集装箱出口运价指数: 下滑速度明显减弱



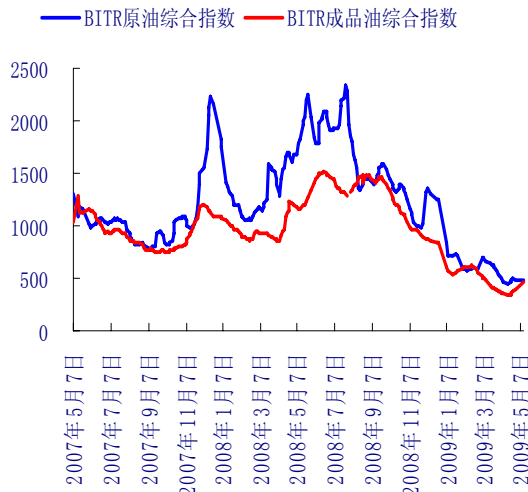
资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 22: 集装箱欧美指数: 美国下滑 欧洲反弹



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 23: 国际油运指数: 大幅下降 有望反弹



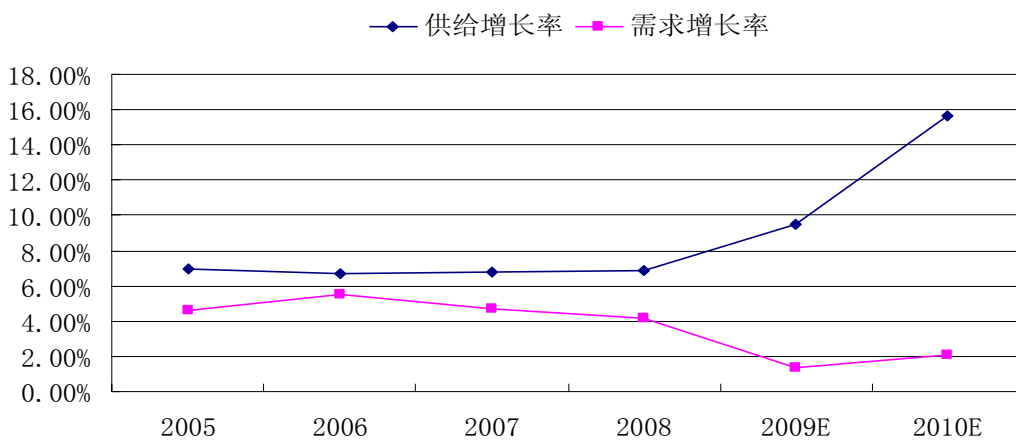
资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

具体分析，美西航线和美东航线继续下降趋势，说明美国经济还在下降阶段，美国消费还没有恢复，这对全球经济恢复影响比较大；欧洲和地中海航线已经出现探底反弹趋势，如果这种反弹趋势继续下去，将对中国—欧洲出口增长恢复信心，但是从广州商品交易会的情况分析，2009 年广州交易会欧洲美国客户明显减少，所以我们认为下半年欧洲航线难以全面恢复，我们认为运输价格继续下降也比较难，预计将保持一种缓慢上升的趋势；而日本韩国航线持续小幅度下滑，东南亚航线开始逐步走稳，预计下半年，亚洲各航线将停止下降，开始小幅度上升或者逐步稳定的趋势。

总之，集装箱运输最坏的情况还在继续，但是情况已经悄悄在发生一定的变化，下半年国际经济下降趋势将逐步放缓，集装箱运输将经历一个缓慢恢复的过程。

分析国际油运 BCTR 指数，经历了 2009 年 1-4 月的大幅度下跌以后，石油和成品油运输需求已经开始上升，相应的价格指数已经停止下跌，并且逐步小幅度上升趋势。目前油运价格已经下降到非理性水平，按照这个价格，油运公司将严重亏损，但是中国三大石油公司已经提前与各个油运公司锁定了全年的基本运输价格，能够保证运输公司不亏损，按照目前价格，中国的油运公司处于亏损边缘。我们预计，在 2009 年下半年，国际油运 BCTR 指数将上升到 500 点—1000 点范围，全年平均为 750 点，油运公司维持“合理薄利”状态下运行。

图 24： 散运：需求回升供给加速、运能过剩将加剧



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

综合总体分析，干散货运输经营将从亏损严重局面逐步转入微利运行状态，集装箱将继续亏损状态，预计到 2009 年四季度开始将进入盈利状态，油运市场面临中国石油战略储备的支持，总之，2009 年海洋运输市场肯定面临巨大考验，中国钢铁行业的铁矿砂进口需求和进出口贸易的恢复是关键因素，在房地产、家电、汽车逐步恢复趋势下，钢铁产量上升的持续性是散货运输的关键，进出口贸易恢复增长是集装箱运输的关键。

2009 年，全球海洋运输公司将面临“亏损—盈利—再亏损—再盈利”的多重考验，我们预计海洋运输行业一季度总体出现亏损后，从二季度开始，中国海洋运输将逐步恢复比较正常的运行状态，干散货运输将逐步扭亏为盈；集装箱经营将止跌回稳，但全年将继续亏损；油轮经营在中国需求旺盛支持下，国际油运价格上升趋势初步形成，运输价格也将逐步稳定并且上升，盈利水平将逐步恢复。

从海洋运输的需求和供给关系分析，情况还是不太乐观，2006 年—2007 年由于干散货运输价格大幅度上涨，引发全球运输行业订购了大量新船，而 2008 年全球干散货运输需求量已经出现明显减速，2009 年-2010 年需求将缓慢恢复，但是目前正在造船厂建造的散货船在 2009 年投放将达到 5690 万吨，超过 2008 年投放量的一倍，船舶供给增长 14%，而全球干散货运输需求虽然逐步开始恢复，我们将 2009 年增长从年初的-3 %提高到-1%，下半年供大于求局面将再次出现，BDI 指数上升趋势将受到压制。

结论：2009 年下半年，干散货运输需求将逐步恢复，但是船舶供应的高峰将导致市场供

大于求局面难以改变,需求逐步恢复以及干散货新船的大量投放已经定局,运输价格在出现大幅度反弹将逐步稳定在 3000 点左右,我们中性预计 2009 年 BDI 全年平均指数将达到 2800 点,对应 2008 年下降 55%左右,而 2010 年供大于求的局面可能更加严重,船舶投放速度还要进一步加速,BDI 指数将在平均 2500 点左右运行。以散货运输为主要业务的海运公司收入和业绩未来两年将出现一定的下降局面,海洋运输公司净利润将维持“薄利”状态。

3、恢复程度:集运缓慢、散运快速,油运稳健

在集装箱运输方面,经济减速还是造成集装箱运输需求增速比较大下滑,我们预计 2009 年增幅将下降到-3%,而供应增速为 8.1%,集装箱运输将出现相当的供大于求的局面,运输价格将回落 12%左右。对于油轮运输,由于淘汰单壳船的要求,供求基本处于平衡状态。

表 16: 干散货运力和需求及增速: 短期需求恢复、中期压力尚存 单位:百万载重吨/百万吨

年份	期末运力	当年交付	增速%	运输量	增速%	供需比
2003A	302.2	11.6	2.6	4041	5.1	13.4
2004A	322.6	19.6	6.8	4313	7.8	13.4
2005A	345.1	23.4	7.8	4524	4.9	13.1
2006A	368.5	25.9	6.8	4775	5.6	13.0
2007A	392.4	24.4	6.5	5001	4.8	12.7
2008A	430.6	28	9.8	5210	4.2	12.1
2009E	493.6	56.9	14.7	5221	0.2	10.6
2010E	580.9	87.3	32.3	5277	1.4	9.1

资料来源: 中贸物流资讯网 中国银河证券研究所

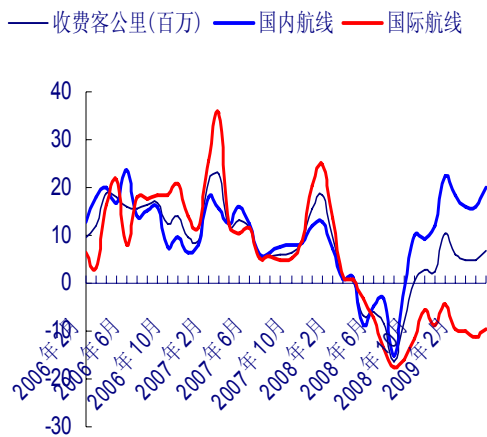
综合分析,从 2009 年上半年 BDI 平均指数为 1900 点左右,其中 6 月平均 BDI 指数已经到 3000 点左右,我们认为,2009 年下半年,在石油价格不断上升支持下,全球煤炭散运已经进入逐步恢复时期,中国铁矿石运输需求可能有小幅度下调,但是全球其他地区的需求将上升,总体 BDI 指数将继续保持强势状态,受到下半年散货新船加速投放因素制约,BDI 大幅度上升到 5000 点以上是比较困难的,我们预计 2009 年下半年 BDI 将在 2500—4000 点附近稳定下来,这样全球散货运输将进入一个比较合理的盈利区域。主要原因是全球经济逐步进入稳健恢复的阶段,但是 2009-2010 年新船舶大批集中下水投入使用将抑制运输价格出现“暴涨”局面,下半年 BDI 平均指数预计在 3700 点,2009 年全年平均为 2800 点。展望维持,我们认为,散运恢复将继续,供给加速将出现,2010 年 BDI 将小幅度上升到平均 3200 点水平。

三、航空：需求稳健恢复 成本压力再现

(一) 国内需求上升 国际需求反弹

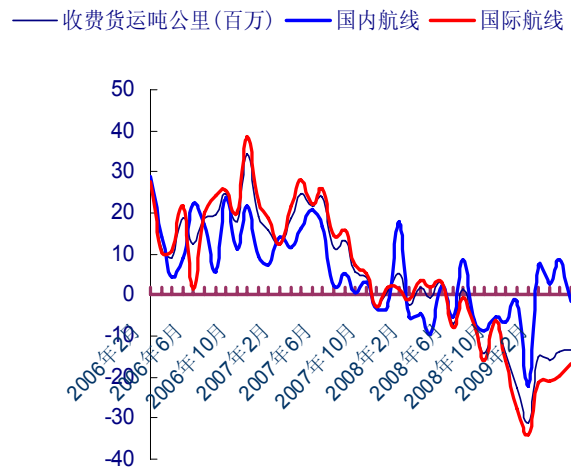
受到全球经济减速的影响，航空旅客运输需求明显减弱，特别是国际航线下降幅度更大，2008年6-8月中国航空旅客周转量甚至出现连续三个月绝对负增长，同时二季度开始航空需求迅速转弱，连续5个月同比增长在10%以下并且连续下降，这是近十年来几乎没有的情况（除2003年非典时期），说明国内外经济减速已经严重影响了旅游、公务和探亲等航空需求，国际航空业突然进入冬天，中国航空业也将进入一个低速增长的调整周期。

图 25：收费客公里增速：国内上升强劲、国际下降减缓



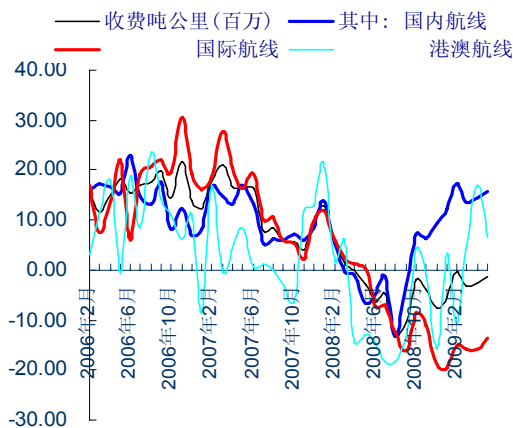
资料来源：公司网站 中国银河证券研究所

图 26：收费货运吨公里增速：国内快速反弹、国际趋缓



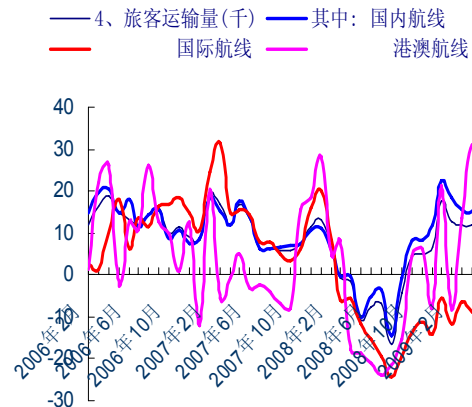
资料来源：公司网站 中国银河证券研究所

图 27：收费吨公里增速：国内快速上升、国际下降减缓



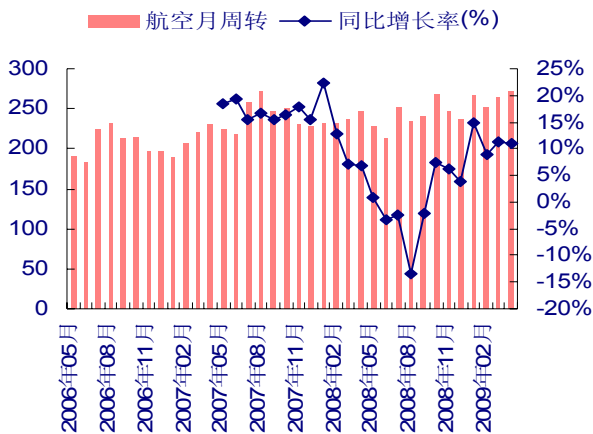
资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 28：旅客运输量增速：国内恢复惊人、国际快速反弹



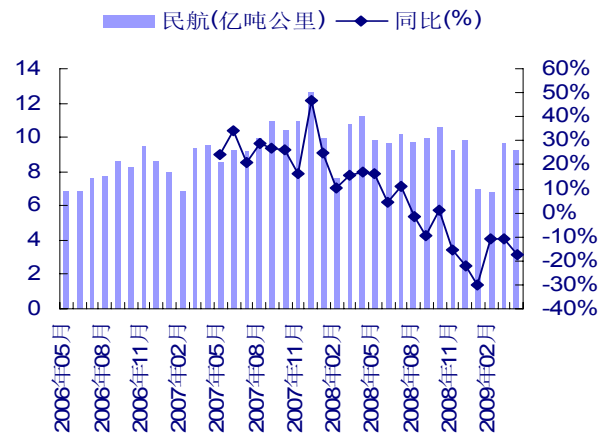
资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 29: 航空客运周转量: 快速恢复转入稳健



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

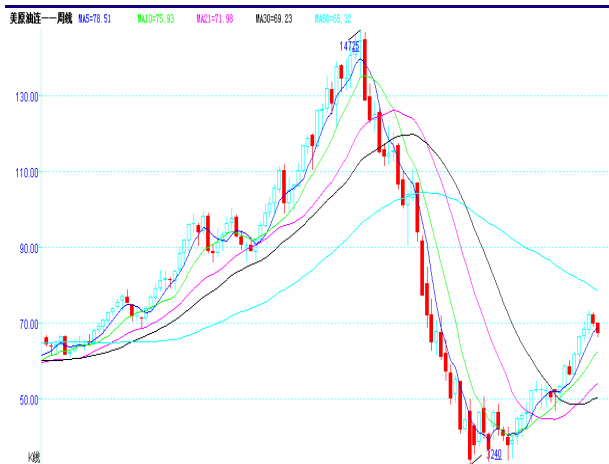
图 30: 航空货运缓慢恢复



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

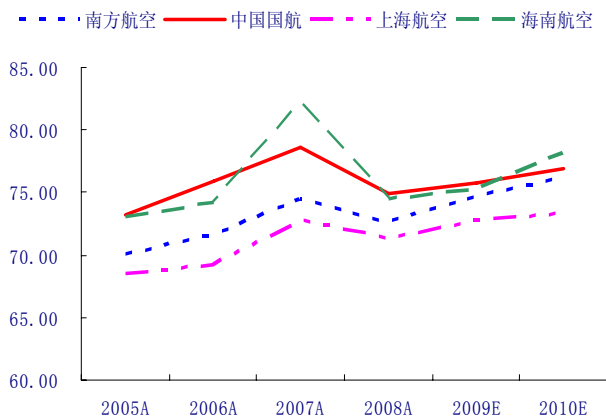
(二) 油价反弹成本上升 毛利率小幅下滑

图 31: 纽约石油价格周线: 大幅反弹后开始回落



资料来源: 银河期货公司

图 32: 客座率: 大幅下滑探底, 有望企稳回升



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

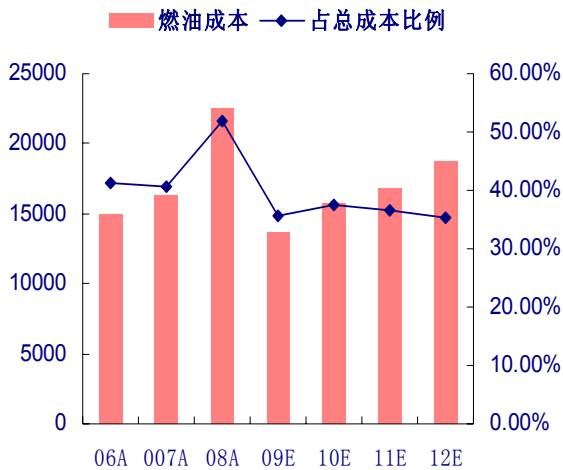
2009 年上半年, 国际石油达到平均价格为 55 美元/桶, 比较 2008 年全年平均每桶 97 美元下降 43%, 我们预计 2009 年下半年国际石油价格将在 50 美元—80 美元/桶之间, 下半年平均价格 65 美元/桶, 2009 年全年平均价格在每桶 60 美元左右, 比较 2008 年下降 37%;

而中国国内航空燃油在 2009 年 6 月 30 日大幅度平均每吨上调 1000 元人民币, 平均每吨 4000 元上升到 5000 元, 我们预计 2009 年平均 4800 元人民币/吨, 同比 2008 年 7250 元/吨下降幅度在 30% 左右, 我们下调 2009 年中国航空公司平均毛利率从 19% 下调为 17%, 但是还是大大高于 2008 年毛利率的平均 8% 的水平, 航空公司还能够继续保持良好的盈利水平。

根据我们对国航公司周转量的估计, 我们预测 2009 年运营需要采购燃油 302 万吨, 其中国

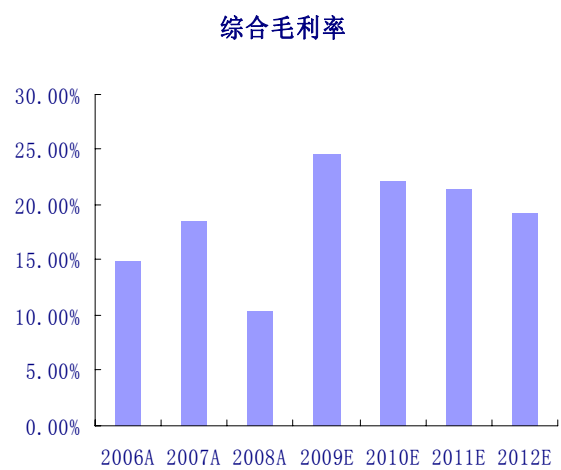
外采购需求为 116 万吨，国内采购平均价格预测为 5000 元/吨；

图 33: 燃油成本和比例: 大幅度下降 (百万元, %)



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

图 34: 综合毛利率: 超过历史最好水平



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

表 17: 国航航油成本分析表

航油成本分析	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
国际石油	57	67	75	105	50	55
航油价格 (美元桶)	68.84	80.04	89	122.6	60	66.6
国内航油 (人民币吨)	4150	4777	5430	6530	4500	4250
平均每吨折桶	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
国内航油折美元桶	65.52	79.02	92.70	119.94	85.85	83.70
国内外航油差幅	-1.01%	2.68%	8.32%	1.74%	30.53%	30.70%
人民币年平均汇率	8.12	7.75	7.51	6.98	6.72	6.51
国内外运输比例	29%	30%	31%	32%	32%	33%
综合航油价格	68.3	81.5	94.1	124.1	87.9	80.9
燃油占成本比例	36.60%	39.60%	41.54%	44.34%	28.43%	30.42%
毛利率	15.88%	13.29%	16.13%	10.07%	22.21%	21.39%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

国内采购为 186 万吨，国内采购平均价格中性预测为 5000 元/吨；国内外采购燃油总成本为 149 亿元，总平均采购成本 5003 元/吨。比较 2008 年的 293 万吨，平均采购价格 7636 元/吨，国内外采购燃油总成本为 223 亿元。

这样以中国国航为例子，2009 年公司在燃油采购增长 3% 的情况下，燃油采购总成本中性估计为下降 87 亿元（乐观下降 115 亿元，悲观预测下降 59 亿元），中性预测燃油总成本大幅度下降 39% 左右，2009 年公司运营总成本将从 2008 年的 433 亿下降到 393 亿。

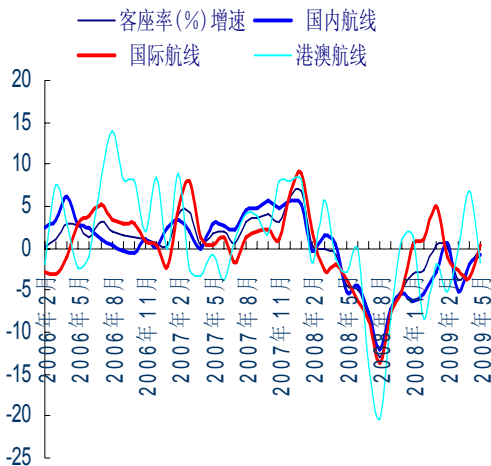
（三）客座率上升明显、载运率快速反弹

2009 年以来，中国航空行业旅客运输受到国内需求大幅度上升，需求增速大幅度恢复，

导致航空公司客座率明显出现稳健恢复局面,客座率从2008年四季度的平均73%上升到2009年1-5月的75%,上升2个百分点,国际航线下降幅度也明显收窄。

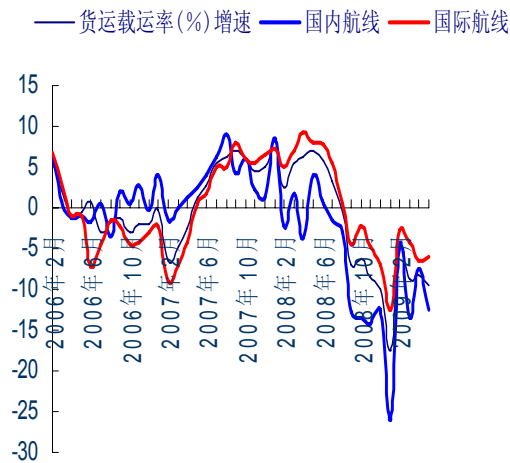
我们预计,2009-2010年中国航空行业客座率将经历探底、企稳和上升的局面,2009年和2010年行业客座率平均将为75.1和76.5的水平,同比分别上升2.1个百分点和1.4个百分点。

图 35: 客座率增速: 明显止跌回升趋势



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

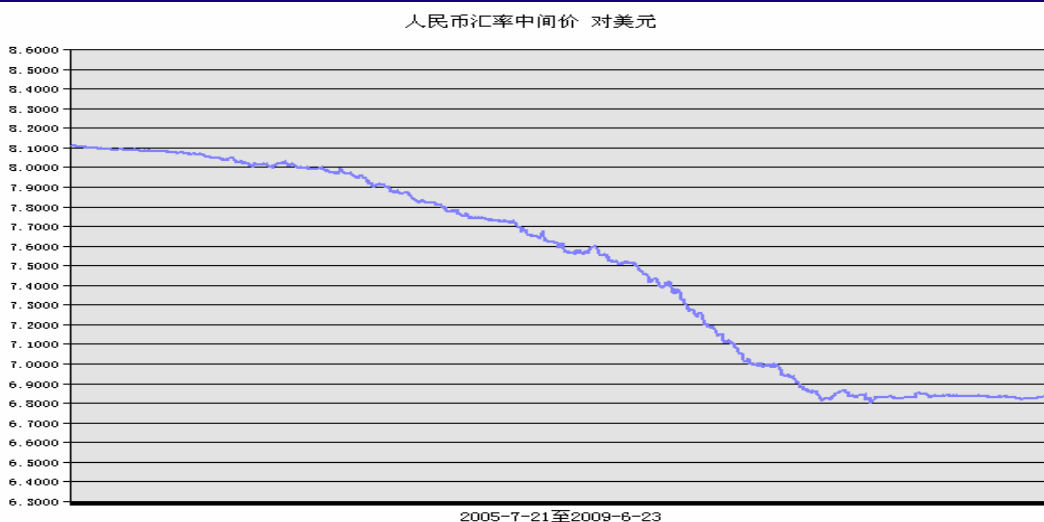
图 36: 货运载运率增速: 快速反弹后回落



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

（四）航空业汇兑收益减少

图 37: 人民币美元: 保持稳定, 汇兑收益减弱



资料来源: 中国人民银行

2008 年人民币对于美元汇率上升幅度达到 6.3%，对于航空上市公司业绩支持非常大，航空公司大部分甚至全部净利润都来自人民币汇兑损益的贡献；而从 2009 年开始，人民币升值幅度明显减弱。我们预计，2009 年人民币对美元升值将仅仅为 1% 左右，这样人民币汇兑损益对

于航空公司的贡献将大大减弱。

根据中国银河证券公司研究所 2009 年中期宏观报告的预计，2009 年全年人民币汇率升值将仅为 2 个百分点，相应国航、南航、东航每股净利润将同比减少 0.16 元、0.26 元、0.27 元，2009 年，中国 A 股上市公司人民币汇率的汇兑损益将从 2008 年的 94 亿下降到 2009 年的 22 亿，人民币汇率支持航空公司业绩的作用逐步减弱。

（五）航空经营进入上升轨道

目前影响中国上市航空公司经营的主要因素有三个：航空需求、燃油价格和人民币升值

首先、2009 年开始，中国航空行业旅客运输出现需求快速上升趋势，连续几个月同比出现 10% 以上的增长速度，在全球航空业纷纷大幅度下降的情况下，中国的航空需求能够继续保持这样强劲的增长速度，说明中国航空市场的内在潜力是非常大的；2009-2010 年随着国家启动内需和增加居民收入措施的落实，旅游和商务航空需求将逐步恢复，需求减速也将减弱，我们预计中国航空业将在 2009 年下半年开始恢复增长态势，增长速度将保持稳健上升态势。

表 18：国内外航油大调整---航空公司毛利率大增

航油影响成本分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
国际石油（美元/桶）	57	67	75	97	60	65
航油价格（美元/桶）	68.27	79.37	88.25	110.55	71.6	77.05
国内航油（人民币/吨）	4150	4777	5450	7250	4700	5200
平均每吨折桶	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
国内航油折美元桶	68.1	82.2	96.8	138.5	93.3	101.0
国内外航油差幅	-0.18%	3.55%	9.64%	25.54%	30.24%	30.24%
人民币年平均汇率	8.12	7.75	7.51	6.98	6.78	6.61
国内外运输比例	29%	30%	31%	29%	29%	30%
综合航油(美元/桶)	68.18	81.34	94.12	133.58	86.97	94.03
综合航油(人民币/吨)	4152	4728	5301	6993	4384	4727
燃油占成本比例	28.04%	31.36%	34.74%	42.74%	30.47%	32.02%
毛利率	15.90%	13.34%	16.13%	6.18%	19.57%	18.07%
收入	1239	1522	1755	1822	1916	2043
成本	1042	1319	1472	1709	1541	1633
航油成本	292	414	511	687	459	505
其他成本	750	905	961	1022	1082	1183
毛利	197	202	283	184	341	350
周转量(亿人公里)	2034	2370	2776	2875	3063	3328
航油(万吨)	704	875	965	983	1047	1138

资料来源：WIND 中国银河证券研究所

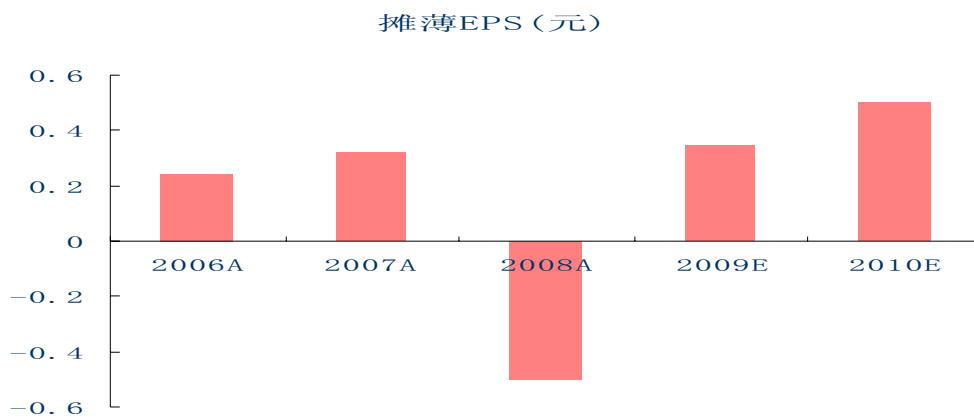
其次、影响航空公司经营的最大的因素燃油（石油）价格已经出现大周期性质的回落，我们预计 2008-2010 年国际市场石油平均价格为 105 美元、60 美元和 55 美元。目前国内燃油价格已经高于国际 60% 以上，大幅度下调空间已经打开。2009 年国内航空燃油将下调每吨人民

币 2000 元左右(如果完全与国际燃油接轨需要下调 2500 元), 预计航空公司 2008 年、2009 年和 2010 年毛利率将分别为 6%、19%和 18%。毛利率大幅上升将支持航空公司业绩大幅增长。

最后、人民币升值减弱。2009 年人民币仅仅上升 2%, 汇兑损益分别减少 80 亿, 如果中国航空业国内外燃油价格平均下降 2200 元人民币/吨, 就可以减少成本 250 亿左右, 这就完全抵消人民币升值减弱的影响。

综合分析, 我们认为 2009-2010 年航空需求将逐步恢复、油价将大幅度下降、人民币升值影响逐步弱化, 预计航空业在经历 2008 年最困难时期后, 将在 2009 年进入恢复时期, 2010 年将进入全面恢复时期, 长期分析, 中国航空市场长期发展空间巨大。

图 38: 国航经营净利润: 快速恢复上升轨道



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

结论: 我们预计: 在需求企稳并且稳健回升、国际石油价格周期性下降 (同时国内航油也相应下调) 引发的航空成本大降的支持下, 2009 年和 2010 年全部 A 股上市航空公司的净利润将达到 135 亿和 145 亿元, 将创造历史最好水平, 同比上升幅度分别为 603%和 7%, 中国航空公司进入新一轮黄金盈利周期。

(六) 国内外油价对经营影响增大

根据我们的运营预测, 以中国国航为例子, 按照公司国际和国内各 50%的运营比例, 国际运营的燃油按照新加坡国际航空燃油估计, 国内燃油按照国家发展改革委员会的航空燃油的控制价格计算, 国际业务部分按照新加坡国际航空燃油 50—100 美元/桶、国内业务部分按照 4000—7000 元人民币/吨进行敏感性分析, 结果为公司 2009 年每股收益。

表 19: 中国国航燃油敏感性分析

公司 2009 年每股收益		新加坡国际航空煤油 (美元/桶)					
		50	60	70	80	90	100
国内航油价格 (人民币元/吨)	4000	0.426	0.392	0.357	0.341	0.307	0.272
	4500	0.380	<u>0.346</u>	0.312	0.295	0.261	0.227
	5000	0.347	<u>0.313</u>	<u>0.278</u>	0.250	0.215	0.181
	5500	0.301	0.267	0.233	0.204	0.170	0.135
	6000	0.256	0.221	0.187	0.159	0.124	0.090
	6500	0.216	0.182	0.147	0.113	0.079	0.044
	7000	0.171	0.136	0.102	0.067	0.033	<u>-0.002</u>

资料来源: WIND 中国银河证券研究所表

表 20: 航空上市公司预测: 需求恢复、成本下降、利润上升

航空行业	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
收入	1239	1522	1755	1822	1896	1995
增长		22.84%	15.36%	3.82%	3.12%	5.62%
成本	1042	1319	1472	1639	1512	1567
增长		26.63%	11.58%	11.32%	-7.73%	3.62%
成本率	84.12%	86.71%	83.87%	89.93%	78.94%	76.72%
销售费	84	94	112	110	115	120
比例	6.80%	6.16%	6.41%	6.02%	5.98%	5.87%
管理费	60	60	63	67	71	75
比例	4.87%	3.95%	3.58%	3.65%	3.69%	3.67%
财务费	28	33	3	-18	36	54
比例	2.26%	2.16%	0.17%	-0.99%	1.88%	2.64%
投资收益	0.04	-0.14	0.67	-5.12	-2	2
增长		-487.83%	-560.98%	-867.42%	50.00%	140.00%
营业外净额	3.3	16.8	17.8	12.6	15.7	15.4
利润总额	8	17	91	26	158	205
增长		104.16%	426.96%	-72.05%	603.48%	25.15%
所得税	7	4	24	6	40	51
比例	80.62%	24.73%	26.49%	25%	25%	25%
净利润	-1	4	66	19	118	154
增长		-529.63%	1397.32%	-71.05%	603.48%	25.15%

资料来源: WIND 中国银河证券研究所

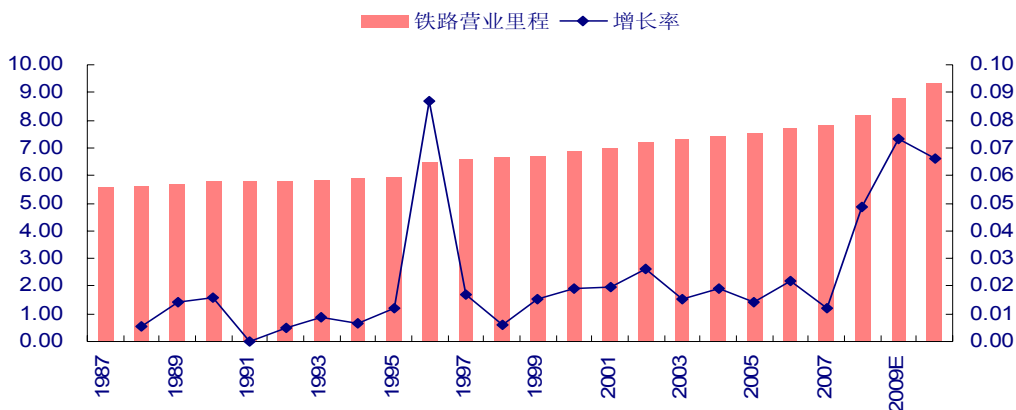
四、铁路：投资全面加速 需求逐步恢复

（一）内需持续旺盛 铁路投资加速

2009 年 1--5 月中国铁路完成固定资产投资 1338 亿元，同比增长 111%，这是十年来最大的投资增长速度，说明铁路大投资大建设时代已经全面展开，随着“四横四纵”客运快速网络逐步建设和运营，中国铁路长期压抑的需求也将逐步释放出来，对于中国经济的扩大内需和促进消费将发挥积极的作用。

2008 年 1--9 月铁路完成总换算周转量 25137 亿吨公里，同比增长 6.6%。其中：国家铁路完成 23999 亿吨公里，同比增长 6.5%，非控股合资铁路完成 1023 亿吨公里，同比增长 8.8%，地方铁路完成 114 亿吨公里，同比增长 12.6%。

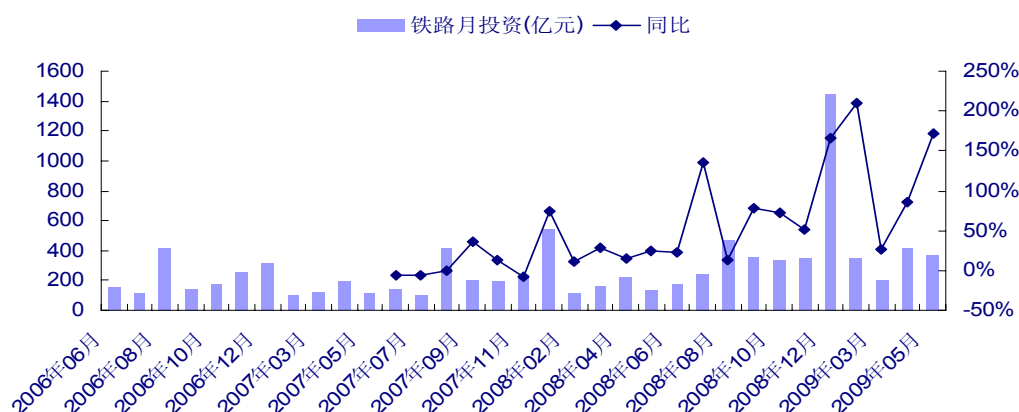
图 39：中国铁路营业里程：摆脱徘徊、快速增长



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

单位：万公里、%

图 40：铁路投资：同比翻倍增长



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

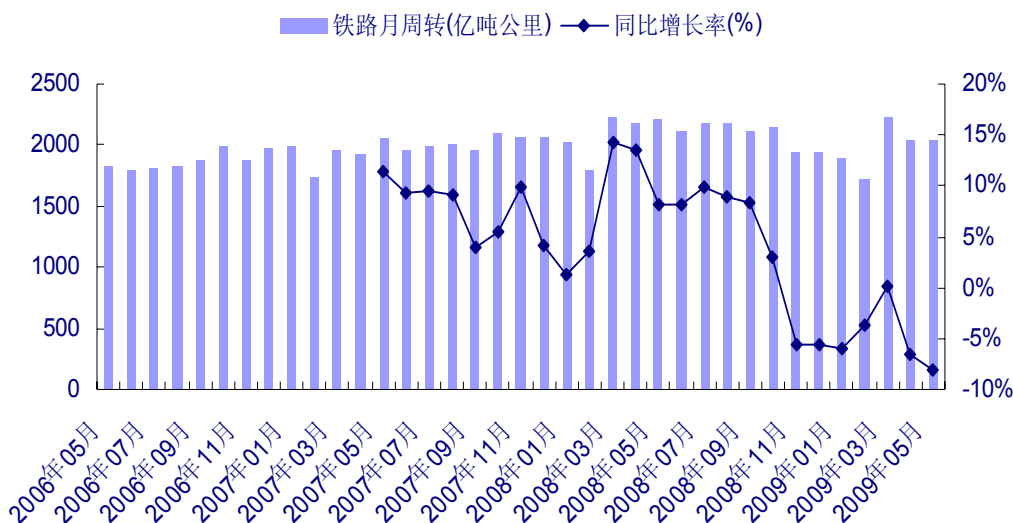
(二) 货运逐步恢复、客运保持稳定

2009 年 1-5 月铁路完成总换算周转量 9939 亿吨公里，同比增长-4.9%，其中：4 月和 5 月同比增长分别为-6.62%和-8.05%，运输周转量下降的局面还没有改变，短期竟然还有继续下滑迹象。铁路货运同比降幅在 3 月收窄后再次扩大，一季度主要是受春节放假和货运物资不足的冲击，尤其是占铁路货运近一半的煤炭运输同比下滑严重，4-5 月主要是 5 大电力集团加快了海外进口煤炭的力度，煤炭进口量大幅度增加，国产煤炭使用量明显下降，使得铁路运输需求也出现明显下降，秦皇岛码头竟然出现大批船舶等煤炭的罕见局面，与 2008 年煤炭紧张局面形成鲜明对照。

我们预计，2009 年下半年，预计随着经济回暖和投资拉动，铁路货运将会逐步扭转下降局面，实现同比正增长。目前铁道部正在精心组织货源，确保大秦、侯月等线的煤炭运量。

从长期情况分析看，铁路行业及其上市公司运营将是稳健增长趋势，将与经济增长同步。较大的变化是来自于行业整合和运价的逐步提升。短期看，铁路运输将逐步从谷底走出，将逐步恢复增长趋势。

图 41：铁路运输周转量：继续下降趋势 有望探低回升



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

(三) 短期业绩稳健 长期潜力较大

大秦铁路和广深铁路 2010 年的盈利预测是基于资产注入和运价改革的摊薄 EPS，这是比较保守的估计。基于目前股价和未来潜在利好，“推荐”广深铁路和大秦铁路。从估值水平来看，铁路股 PE 相对较低，总体比较安全，未来的业绩确定性较强，且还有潜在政策支持和集团支持。铁路股应该是较好的防守型投资标的。

表 21: 铁路行业预测: 需求逐步恢复、利润止跌回稳

铁路行业	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
收入	168.22	210.2	329.49	384.78	405.29	467.31
增长		24.96%	56.75%	16.78%	5.33%	15.30%
成本	84.03	111.6	189.38	217.9	238.56	273.63
增长		32.81%	69.70%	15.06%	9.48%	14.70%
成本率	49.95%	53.09%	57.48%	56.63%	58.86%	58.55%
销售费	0.37	0.47	0.38	0.41	0.4	0.41
增长		27.03%	-19.15%	7.89%	-2.44%	2.50%
比例	0.22%	0.22%	0.12%	0.11%	0.10%	0.09%
管理费	10.56	12.54	16.33	19.66	19.34	22.12
增长		18.75%	30.22%	20.39%	-1.63%	14.37%
比例	6.28%	5.97%	4.96%	5.11%	4.77%	4.73%
财务费	4.1	2.17	0.04	4.13	4.88	5.37
增长		-47.03%	-98.15%	10154%	18.16%	10.04%
比例	2.44%	1.03%	0.01%	1.07%	1.20%	1.15%
投资收益	-0.29	0.12	0.01	0.05	0.08	0.12
增长		-141.19%	-95.03%	729.87%	60.00%	50.00%
营业外净额	-1.01	-0.23	-0.77	-0.67	-0.56	-0.67
利润总额	65.3	80.4	118.4	137.1	136.6	159.4
增长		22.99%	47.35%	15.76%	-0.31%	16.68%
所得税	20.69	24.23	36.12	34.26	34.16	39.85
比例	31.67%	30.16%	30.51%	25%	25%	25%
净利润	44.64	56.12	82.27	102.79	102.47	119.56
增长		25.70%	46.61%	24.94%	-0.31%	16.68%

资料来源: WIND 中国银河证券研究所

单位: 亿元

由于铁路运输需求继续保持强劲,同时铁路运输能力长期严重不足,已经持续多年的铁路运输供不应求的矛盾难以改变,国家扩大内需的战略将进一步支持加快铁路运输的发展。

我们预计:铁路行业上市公司 2009-2010 年的收入增长分别将达到 5.33% 和 15.30% 的水平,相应的净利润增长将达到 -0.31% 和 16.68%; 因为铁路运输价格明显偏低,预计运输价格也将逐年提高,这样铁路公司的利润上升空间将扩大,如果 2009-2010 年铁路运输价格提高 5%--10%,相应的净利润将再大幅度提高 13--26 个百分点。

五、长期稳健成长是关键

(一) 大秦铁路(601006): 短期逐步恢复 长期潜力较大

表 22: 大秦铁路公司业绩预测表

维持评级 推荐

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	20860.26	22595.32	21266.71	23484.83	25626.65
EBITDA(百万元)	11044.56	11630.81	9700.62	11089.87	12353.17
净利润(百万元)	6109.41	6679.52	5808.27	6714.89	7496.83
摊薄 EPS(元)	0.47	0.51	0.45	0.52	0.58
PE(X)	8.24	7.54	8.67	7.50	6.72
EV/EBITDA(X)	3.85	3.93	5.13	4.15	3.30
PB(X)	1.34	1.25	1.09	0.95	0.84
ROIC	16.32%	16.74%	11.73%	12.52%	12.18%
总资产周转率	0.45	0.40	0.41	0.56	0.54

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 2009 年下半年公司煤炭运输量将出现恢复性上升, 同比下降幅度将显著缩小, 2009 年和 2010 年公司运输量将分别增长-6%和 12%。主要理由有两点: 一是中国电力、化工、建材等行业还将保持 9%以上增长, 煤炭生产在保持 5%增长率。二是电力集团和煤炭集团因价格矛盾产生的需求将随着国际煤炭价格的大幅度上升得到缓解, 秦皇岛煤炭运输将逐步恢复正常水平。(2) 我们预计 2009--2010 年铁路运输价格在需求旺盛、运力紧张和港口压港的影响下将上涨 3%--5%, 对公司盈利能力支持比较大。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为, 公司采购机车超过需求, 产生过多的折旧对公司业绩影响较大。我们认为, 公司处于“晋、蒙”煤炭外运的枢纽位置, 占据全国煤运市场份额(21%)的龙头地位将继续扩大, 铁道部支持公司订购大批新机车必然有潜在的需求, 铁路煤炭运输长期供不应求的矛盾将继续, 长期发展空间潜力巨大。2009--2010 年公司业绩是有保证。

公司估值与投资建议:

考虑到铁路长期发展潜力实际情况, 我们给予公司股票 2010 年 25 倍市盈率; 15 倍 EV/EBITDA 的估值水平。现阶段公司股票价格仅仅反映了市场的中长期收益和风险预期, 没有包括公司继续整合及资产注入将为其带来超预期增长。我们给予公司“推荐”的投资评级, 公司合理价格水平为 13 元。

表现的催化剂: 集团公司路网资产注入和新运输发展计划是体现公司投资价值的催化剂。我们认为这两项事件在 2009—2010 年发生的可能性最大, 相应也是进行公司投资的较优时机。

主要风险因素: (1) 如经济减速过大造成运输需求下降, 公司收入和利润可能低于我们预测的数据; (2) 如果电力和燃油价格上升造成运输成本上升, 将可能使得我们预测的公司利润增长下降;

表 23: 大秦铁路 (601006) 财务报表预测

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	7790	4678	4403	4862	10205	营业收入	20860	22595	21267	23485	25627
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	10061	11709	11703	12642	13625
应收账款	918	656	618	682	744	营业税金及附加	693	743	700	773	843
预付款项	2	2	1	1	1	销售费用	0	0	0	0	0
其他应收款	95	1280	1205	1331	1452	管理费用	882	1129	1062	1173	1280
存货	190	675	675	729	786	财务费用	-49	153	198	210	221
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	65	65	65	65	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	34142	46452	24336	27438	30058	投资收益	0	0	141	266	338
在建工程	3050	3798	4799	4900	4700	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	9272	8862	7744	8953	9996
无形资产	4831	4727	4333	3939	3545	营业外收支净额	-73	58	0	0	0
长期待摊费用	8	10	9	8	8	税前利润	9199	8920	7744	8953	9996
资产总计	51108	62424	40444	43955	51563	减: 所得税	3089	2241	1936	2238	2499
短期借款	0	0	3704	343	0	净利润	6109	6680	5808	6715	7497
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6109	6680	5808	6715	7497
应付账款	1187	1918	1891	2043	2202	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	167	109	53	-8	-75	基本每股收益	0.47	0.51	0.45	0.52	0.58
应付职工薪酬	553	605	605	605	605	稀释每股收益	0.47	0.51	0.45	0.52	0.58
应交税费	1669	887	887	887	887	财务指标					
其他应付款	9995	18585	18585	18585	18585	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	25.9%	8.3%	-5.9%	10.4%	9.1%
长期借款	0	0	100	200	600	EBIT 增长率	35.7%	-2.3%	-13.5%	14.0%	11.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	38.4%	9.3%	-13.0%	15.6%	11.6%
负债合计	13574	22104	25827	22654	22802	盈利性					
股东权益合计	37534	40320	46093	52777	60237	销售毛利率	51.8%	48.2%	45.0%	46.2%	46.8%
现金流量表						销售净利率	29.3%	29.6%	27.3%	28.6%	29.3%
净利润	6109	6680	5808	6715	7497	ROE	16.3%	16.6%	12.6%	12.7%	12.4%
折旧与摊销	1821	2616	1899	2193	2475	ROIC	16.32%	16.74%	11.73%	12.52%	12.18%
经营现金流	9133	8747	7879	8696	9705	估值倍数					
投资现金流	-3507	-7907	-5659	-4734	-4162	PE	8.2	7.5	8.7	7.5	6.7
融资现金流	-4274	-3952	3570	-3503	-200	P/S	2.4	2.2	2.4	2.1	2.0
现金净变动	1352	-3112	5789	459	5343	P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.8
期初现金余额	6438	7790	4678	4403	4862	股息收益率	1.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
期末现金余额	7790	4678	10467	4862	10205	EV/EBITDA	3.9	3.9	5.1	4.2	3.3

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

DCF 估值与目标价位

表 24: 大秦铁路(601006)DCF 折现模型

百万元	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	9015	7802	8897	9879	11388	12770	14203	15605	17154	18089	18885
所得税	2264	1951	2224	2470	2847	3192	3551	3901	4288	4522	4721
NOPLAT	6126	6750	5852	6673	7409	8541	9577	10652	11704	12865	13566
营运资金净变动	7777	7124	32	-153	-148	-203	-196	-211	-216	-238	-182
资本支出	-13059	-5800	-5000	-4500	-3500	-2500	-2500	-2500	-2500	-2500	-2500
自由现金流	3432	1982	3712	5236	7558	9800	11033	12242	13538	14448	15202

WACC	8.05%	Ke	15.29%
永续增长率	1.00%	Kd	6.60%
终值	7860	t	25.00%
企业价值	177171	Rf	3.25%
非核心资产价值	9146	E(Rm)	14.00%
债务价值	3805	Rm - Rf	10.75%
股权价值	173365	D/A	7.58%
股本	12977	E/A	92.42%
每股价值(元)	13.36	Beta	1.12

估值		g				
WACC		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
	6.55%	15.46	16.32	17.34	18.55	20.04
	7.05%	14.25	14.96	15.79	16.76	17.93
	7.55%	13.21	13.8	14.48	15.27	16.21
	8.05%	12.3	12.79	<u>13.36</u>	14.02	14.78
	8.55%	11.5	11.92	12.4	12.95	13.58
	9.05%	10.79	11.15	11.56	12.02	12.55
	9.55%	10.16	10.48	10.82	11.22	11.66

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司是铁道部控股的上市运输公司，也是铁道部在国内资本市场的上市先锋和资本平台。公司拥有中国最大的专业煤炭运输网络业务，几乎包括铁路网络全部产业链，资产结构优良合理。几年来，公司坚持“资产注入、收购扩张、扩大运输能力”的发展战略，实现了快速发展。截止到 2008 年底，公司拥有运输 4 亿吨运输能力。

表 25: 大秦铁路 SWOT 法分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.8
优势	公司是中国国家级专业煤炭铁路运输公司之一，拥有全国最大的煤炭运输网络，具有资金、技术、管理、争取项目能力等优势。公司是公司铁道部整合运输资产的资本平台，具有明确且持续的资产注入预期。公司积极向上游港口和物流行业扩张，有望提高运输产业链。	分值：4.9
劣势	公司目前运输收入煤炭运输，受铁路运输能力限制影响较大。	分值：4.2
机会	公司具有强劲的煤炭运输需求，“铁路大开发”政策支持，与煤炭、电力、钢铁等 400 家公司签定了长期运输合同，长期发展得到保证。并且具有收购铁道部运营资产的良好预期，发展空间巨大。	分值：5.0
威胁	公司面临来自其他铁路强势企业和公路运输企业的竞争；，对公司业务有一定影响；同时资产注入的时间、规模、定价、融资方式等具有时间上的不确定性。	分值：4.6

注：分值 1-5，越高越好

表 26: 大秦铁路公司竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.7
供应商力量	公司供应商来自五大不同的集团和众多中小企业，供应商力量难以改变公司运营格局。	分值：4.8
新进入壁垒	公司具有北方煤炭运输较大的规模优势，“铁路大发展”使得有希望进入新的地域壁垒和行业壁垒，成为中国铁路上市公司的龙头，但是目前受到铁道部新规划的制约。	分值：4.2
客户力量	公司形成了一大批钢铁、煤炭、石油的客户，形成了一定的对客户资源的掌控。	分值：4.6
替代产品	由于铁路运输具有距离长、费用低、运输量巨大的特点，近年来在多种运输方式比较份额方面大幅度上升，短期内铁路运输尚无法对海洋运输产生威胁。	分值：4.5
竞争对手	煤炭市场总体需求大于供给，公路竞争较为激烈，铁路各个线路都是超级饱和，铁路竞争比较弱。	分值：4.8

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

(二) 中国国航(601111): 航空旗舰 逆风展翅

表 27: 中国国航业绩预测表

维持评级 谨慎推荐

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	49739	52970	53053	58659	67568
EBITDA(百万元)	9285	4690	9306	9831	10735
净利润(百万元)	3881	-9149	4088	4294	4614
摊薄 EPS(元)	0.32	-0.75	0.33	0.35	0.38
PE(X)	21	-	20	19	18
EV/EBITDA(X)	11	24	12	11	10
PB(X)	2.6	4.0	3.1	2.7	2.3
ROIC	4.27%	-2.30%	5.67%	5.43%	5.89%
总资产周转率	0.58	0.57	0.57	0.67	0.75

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们预计: (1) 2009 年在国家扩大内需政策支持下, 公司运输量将恢复到 6.5% 的增长水平。(2) 2009 年国际石油价格将下降到平均每桶 60 美元 (同比下降 37%), 国内航空燃油也将下降 30% 左右 (每吨 4800 元), 公司毛利率将上升 10 个百分点, 对公司盈利支持非常大。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为, 国际经济下滑将对航空市场产生巨大影响, 航空行业将面临大衰退。

我们认为, 中国航空市场长期潜力是巨大, 2009 年将出现探底回升的趋势, 同时石油价格大幅度下降给予航空公司经营巨大的支持, 中国国航占据中国最大的国际份额和最主要航线的最大占有率, 公司业绩将在未来两年大幅度恢复并展开上升趋势。

公司估值与投资建议:

考虑到中国航空市场长期成长性, 我们给予公司股票 2009 年 25 倍市盈率; 12 倍 EV/EBITDA 的估值水平。现阶段公司股票价格没有反映市场的中长期收益和风险预期, 更没有包括继续整合及资产注入带来超预期增长。我们给予公司合理的估值, 维持公司的投资评级为“谨慎推荐”, 公司合理价格水平为 8.25 元。

表现的催化剂:

公司资产注入和兼并活动是体现公司投资价值的催化剂。我们认为这两项事件在 2009—2010 年发生的可能性最大, 相应的也是进行公司投资的较优时机。

主要风险因素:

- (1) 如经济减速过大造成航空运输需求下降, 公司收入和利润可能低于我们预测的数据;
- (2) 如果燃油价格再次大幅度上升造成运输成本上升, 将使得我们预测的公司利润下降;

表 28: 中国国航三大表预测

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	3787	4664	4671	5165	5949	营业收入	49739	52970	53053	58659	67568
应收票据	2	2	2	2	2	营业成本	40308	48607	42978	47995	55554
应收账款	2812	2074	2077	2297	2646	营业税金及附加	1205	1085	1061	1173	1351
预付款项	312	310	308	307	304	销售费用	3291	3282	3183	3461	3919
其他应收款	997	1111	1112	1230	1417	管理费用	1312	1574	1512	1642	1878
存货	755	813	719	803	929	财务费用	-53	376	910	747	684
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	53	259	0	0	0
长期股权投资	11405	7323	7323	7323	7323	公允价值变动收益	134	-7707	1299	988	674
固定资产	55000	66245	59336	61761	63261	投资收益	1236	-1152	123	599	786
在建工程	10968	10887	8696	7598	7099	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	4993	-11071	4830	5227	5642
无形资产	1397	2564	2307	2051	1795	营业外收支净额	210	219	279	278	274
长期待摊费用	81	142	127	113	99	税前利润	5203	-10852	5110	5505	5915
资产总计	88295	98898	86680	88649	90824	减: 所得税	1429	-1592	1022	1211	1301
短期借款	6546	9380	6105	3703	91	净利润	3774	-9260	4088	4294	4614
应付票据	0	1494	1321	1475	1707	归属母公司净利	3881	-9149	4088	4294	4614
应付账款	6338	7793	6796	7589	8784	少数股东损益	-107	-111	0	0	0
预收款项	54	56	58	61	64	基本每股收益	0	-1	0	0	0
应付职工薪酬	254	164	164	164	164	稀释每股收益	0	-1	0	0	0
应交税费	1906	300	300	300	300	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	2221	3030	3030	3030	3030	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	14.6%	6.5%	0.2%	10.6%	15.2%
长期借款	12938	14110	14210	14310	14710	EBIT 增长率	92.5%	-143.5%	-373.8%	1.6%	10.9%
预计负债	192	113	113	113	113	净利润增长率	30.4%	-335.7%	-144.7%	5.0%	7.5%
负债合计	56857	78610	47108	45755	43974	盈利性					
股东权益合计	31438	20288	25950	30259	34890	销售毛利率	19.0%	8.2%	19.0%	18.2%	17.8%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	7.8%	-17.3%	7.7%	7.3%	6.8%
净利润	3774	-9260	4088	4294	4614	ROE	12.3%	-45.1%	15.8%	14.2%	13.2%
折旧与摊销	5661	6267	4988	5444	5870	ROIC	4.27%	-2.30%	5.67%	5.43%	5.89%
经营现金流	9349	7053	9417	9429	10477	估值倍数					
投资现金流	-10137	-8338	-6382	-5901	-5814	PE	20.9	-8.9	19.8	18.9	17.6
融资现金流	-268	737	-11849	-3034	-3879	P/S	1.6	1.5	1.5	1.4	1.2
现金净变动	-1056	-549	-8813	494	784	P/B	2.6	4.0	3.1	2.7	2.3
期初现金余额	4983	3787	4664	4671	5165	股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	3927	3238	-4149	5165	5949	EV/EBITDA	11.4	24.2	11.9	10.9	9.7

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

单位: 百万元

DCF 估值与目标价位

表 29: 中国国航(601111)DCF 折现模型

百万元	2008A	2009E	2010E	2011E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	-1578	4319	4388	4865	4894	5713	7191	8906	7380	8870
所得税	-231	1080	1097	1216	1223	1428	1798	2227	1845	2217
NOPLAT	2628	-1346	3239	3291	3649	4481	4285	5393	6680	5535
营运资金净变动	466	2662	-1077	531	770	638	851	491	700	1340
资本支出	-11164	-6505	-6500	-6600	-6800	-7000	-7100	-7000	-7000	-7000
自由现金流	-3581	645	2765	3689	3986	5256	6326	8342	8258	9438
WACC	7.46%	Ke	10.75%		估值	g				
永续增长率	2.00%	Kd	6.35%		WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
终值	4759	t	25.00%			10.11	11.11	12.37	13.99	16.15
企业价值	133827	Rf	3.75%			8.87	9.65	10.61	11.81	13.36
非核心资产价值	16658	E(Rm)	10.00%			7.84	8.46	9.21	10.13	11.28
债务价值	34809	Rm - Rf	6.25%			6.98	7.48	8.08	8.8	9.67
股权价值	99018	D/A	38.02%			6.25	6.66	7.14	7.71	8.4
股本	12251	E/A	61.98%			5.62	5.96	6.36	6.82	7.36
每股价值 (元)	8.08	Beta	1.12			5.07	5.36	5.69	6.06	6.51

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司是中国航空业旗舰位置的航空公司,也是中国航空业最具有良好安全信誉和服务信誉的航空公司。公司拥有中国最大的国内外航空运输网络,客座率和票价水平多年保持全国领先,资产结构优良合理。公司坚持“全球网络、巩固干线、扩展支线、优质服务”的发展战略,实现了快速发展。

表 30: 中国国航 SWOT 法分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.8
优势	公司是国家级专业航空运输公司,拥有全球最广泛的航空运输网络,具有资金、管理、服务等优势。公司是中航集团整合航空资产的资本平台,具有收购兼并的综合实力。品牌、技术、服务和管理优势明显。	分值: 4.9
劣势	公司主要集中在北京基地和上海国际枢纽航线、继续发展受到一定制约。在经营中间,公司缺乏相当的灵活性。	分值: 4.5
机会	面临国际航空的困难局面,公司具有收购和兼并国内外中小航空公司的实力,公司海外发展空间巨大。	分值: 5.0
威胁	公司面临来自其他国内外航空企业和快速铁路运输的竞争,对公司业务有一定影响;同时资产收购行动等具有许多的不确定因素。	分值: 4.8

注: 分值 1-5, 越高越好

表 31: 中国国航公司竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.7
供应商力量	公司供应商来自五大不同的集团和众多中小企业,供应商力量难以改变公司运营格局。	分值: 4.8
新进入壁垒	公司具有中国航空运输较大的规模优势,“航空改革开放”使得公司有望进入新的地域壁垒和行业壁垒,成为中国航空上市公司的龙头,但是目前受到民航总局和国家发改委总体控制的制约。	分值: 4.5
客户力量	公司形成了一大批国内外商务、旅游和探亲业务的高端客户,品牌优势形成了一定的对客户资源的掌控。使得公司的票价水平和客座率连续多年保持全国领先水平。	分值: 4.6
替代产品	由于航空运输具有距离长、费用相当、速度快的特点,近年来在快速运输方式份额开始大幅度上升,短期内公路铁路运输尚无法对航空运输产生威胁,但是中期分析,高速铁路的发展将在几年后形成对航空货运的竞争。	分值: 4.5
竞争对手	航空客货运市场总体供给稍大于需求,行业竞争较为激烈,主要干线都是超级竞争,中国美国欧洲各个航线也面临国际大型航空公司的激烈竞争。	分值: 4.7

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

(三) 铁龙物流(600125): 铁路特种集运 垄断优势较大

表 32: 铁龙业绩预测表

维持评级 谨慎推荐

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	1579.82	1522.62	1612.30	1768.69	2007.46
EBITDA(百万元)	561.11	555.28	552.85	613.74	700.92
净利润(百万元)	281.40	294.59	313.69	346.67	399.68
摊薄 EPS(元)	0.34	0.29	0.31	0.35	0.40
PE(X)	23.14	26.52	24.91	22.54	19.55
EV/EBITDA(X)	10.58	13.15	14.86	12.95	11.24
PB(X)	3.01	3.19	2.86	2.56	2.28
ROIC	11.62%	11.98%	8.36%	8.67%	9.14%
总资产周转率	0.58	0.55	0.64	0.69	0.70

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们预计: (1) 2009 年在国家扩大内需政策支持下, 公司运输量将恢复到 6% 的增长水平。
 (2) 中国铁路建筑学特种运输垄断地位将得到进一步加强。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为, 国际经济下滑将对货运市场产生巨大影响, 铁路运输也将面临衰退。

我们认为, 中国铁路市场长期潜力是巨大, 2009 年将出现探底回升的趋势, 同时, 公司占据中国铁路特种集装箱运输的垄断地位, 公司业绩将在未来两年恢复上升趋势, 长期增长潜力巨大。

公司估值与投资建议:

考虑到 2009 年市场全流通的实际情况和公司长期成长性, 我们给予公司股票 2010 年 26 倍市盈率; 14 倍 EV/EBITDA 的估值水平。现阶段公司股票价格没有完全反映市场的中长期收益和风险预期, 按照 DCF 模型估值为 9.32 元。我们给予公司合理的估值, 维持公司的投资评级为“谨慎推荐”, 公司合理价格水平为 9.30 元。

表现的催化剂:

公司资产注入和兼并活动是体现公司投资价值的催化剂。我们认为这两项事件在 2009—2010 年发生的可能性是存在的, 相应的也是进行公司投资的较优时机。

主要风险因素:

- (1) 如经济减速过大造成运输需求下降, 公司收入和利润可能低于我们预测的数据;
- (2) 如果收费政策调整造成运输收入下降, 将使得我们预测的公司利润下降;

表 33: 铁龙物流三大表预测

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	915	553	682	882	936	营业收入	1580	1523	1612	1769	2007
应收票据	2	5	8	7	7	营业成本	1010	995	1047	1145	1295
应收账款	50	122	116	115	125	营业税金及附加	72	57	60	66	75
预付款项	50	13	24	31	33	销售费用	37	29	30	33	37
其他应收款	8	4	12	11	11	管理费用	43	47	49	54	61
存货	505	395	384	402	447	财务费用	15	8	12	12	11
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	1	0	0	0
长期股权投资	47	60	60	60	60	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1231	1416	891	978	1084	投资收益	1	4	4	3	4
在建工程	9	2	151	225	263	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	405	389	418	461	531
无形资产	46	56	51	46	42	营业外收支净额	1	1	2	2	3
长期待摊费用	2	1	1	1	1	税前利润	406	390	419	463	534
资产总计	2882	2650	2382	2758	3008	减: 所得税	124	95	105	116	134
短期借款	280	40	984	813	400	净利润	282	295	314	348	401
应付票据	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	281	295	314	347	400
应付账款	48	49	53	54	63	少数股东损益	1	1	1	1	1
预收款项	267	12	59	190	97	基本每股收益	0.34	0.29	0.31	0.35	0.40
应付职工薪酬	5	2	2	2	2	稀释每股收益	0.34	0.29	0.31	0.35	0.40
应交税费	34	21	21	21	21	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	26	59	59	59	59	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	92.7%	-3.6%	5.9%	9.7%	13.5%
长期借款	60	0	100	200	600	EBIT 增长率	69.1%	-5.6%	7.8%	10.6%	14.6%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	55.2%	4.7%	6.5%	10.5%	15.3%
负债合计	722	197	1287	1337	1218	盈利性					
股东权益合计	2160	2452	2731	3058	3426	销售毛利率	36.1%	34.7%	35.1%	35.3%	35.5%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	17.8%	19.3%	19.5%	19.6%	19.9%
净利润	282	295	314	348	401	ROE	13.0%	12.0%	11.5%	11.3%	11.7%
折旧与摊销	143	161	127	143	162	ROIC	11.62%	11.98%	8.36%	8.67%	9.14%
经营现金流	451	270	499	601	407	估值倍数					
投资现金流	-180	-311	-296	-297	-296	PE	23.1	26.5	24.9	22.5	19.5
融资现金流	129	-321	996	-104	-57	P/S	4.1	5.1	4.8	4.4	3.9
现金净变动	400	-363	1199	199	54	P/B	3.0	3.2	2.9	2.6	2.3
期初现金余额	516	915	553	682	882	股息收益率	7.7%	0.0%	0.5%	0.3%	0.4%
期末现金余额	915	553	1751	882	936	EV/EBITDA	10.6	13.1	14.9	12.9	11.2

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

DCF 估值与目标价位

表 34: 铁龙物流(600125) DCF 折现模型

百万元	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	395	425	471	539	593	673	747	819	931	1008	1119
所得税	96	106	118	135	148	168	187	205	233	252	280
NOPLAT	291	299	319	353	404	445	504	560	614	698	756
营运资金净变动	-5	-161	46	112	-142	-125	-38	-46	-91	-107	-52
资本支出	-177	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300
自由现金流	121	192	308	124	201	368	437	467	555	689	777
WACC	7.36%	Ke	10.81%	估值		g					
永续增长率	1.00%	Kd	6.55%			0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	
终值	42456	t	25.00%	WACC	5.86%	10.95	11.71	12.62	13.74	15.16	
企业价值	10450	Rf	3.25%		6.36%	9.96	10.58	11.31	12.18	13.26	
非核心资产价值	1295	E(Rm)	10.00%		6.86%	9.13	9.63	10.22	10.92	11.77	
债务价值	1092	Rm - Rf	6.75%		7.36%	8.41	8.83	9.32	9.88	10.56	
股权价值	9358	D/A	12.26%		7.86%	7.79	8.14	8.55	9.01	9.56	
股本	1004	E/A	87.74%		8.36%	7.25	7.55	7.89	8.27	8.72	
每股价值(元)	9.32	Beta	1.12		8.86%	6.78	7.03	7.32	7.64	8.01	

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

插图目录

图 1: 交运与GDP增长: 海运空运恢复快、铁路公路较稳健	7
图 2: 货运周转量同比: 出现快速反弹趋势	8
图 3: 客运周转量同比: 民航上升、公路下滑、铁路波动	8
图 4: 铁路运输弹性系数: 稳健性最好	9
图 5: 公路运输弹性系数: 维持高水平	9
图 6: 客运周转增长率: 稳健增长、航空领先	10
图 7: 交运投资: 内需占优、水运高峰	11
图 8: 投资增速: 铁路大升、航空水运回稳	11
图 9: 客运周转: 航空上升、公路稳健、铁路强劲	11
图 10: 货运周转: 海运空运跳水反弹、公路稳健、铁路回升	11
图 11: 中国船舶月产量: 需求减速、供给加速、运能过剩将继续	16
图 12: 进出口贸易: 大幅下降 缓慢恢复	17
图 13: 进出口增速: 出口低位徘徊、进口下降放缓	17
图 14: 生铁产量: 大幅度波动后稳定	17
图 15: 铁矿进口量: 惊人爆发 难以持续	17
图 16: 原油进口数量: 恢复快速增长轨道	18
图 17: 煤炭出口: 下滑趋势有望放缓	18
图 18: 国产铁矿石: 进口矿大增、国产矿增长受阻	19
图 19: BDI指数年平均值: 回到 2006 年水平	19
图 20: BDI指数: 大幅上升后回归平稳	20
图 21: 集装箱出口运价指数: 下滑速度明显减弱	20
图 22: 集装箱欧美指数: 美国下滑 欧洲反弹	20
图 23: 国际油运指数: 大幅下降 有望反弹	20
图 24: 散运: 需求回升供给加速、运能过剩将加剧	21
图 25: 收费客公里增速: 国内上升强劲、国际下降减缓	23
图 26: 收费货运吨公里增速: 国内快速反弹、国际趋缓	23
图 27: 收费吨公里增速: 国内快速上升、国际下降减缓	23
图 28: 旅客运输量增速: 国内恢复惊人、国际快速反弹	23
图 29: 航空客运周转量: 快速恢复转入稳健	24
图 30: 航空货运缓慢恢复	24
图 31: 纽约石油价格周线: 大幅反弹后开始回落	24
图 32: 客座率: 大幅下滑探底 有望企稳回升	24
图 33: 燃油成本和比例: 大幅度下降 (百万元, %)	25
图 34: 综合毛利率: 超过历史最好水平	25
图 35: 客座率增速: 明显止跌回升趋势	26
图 36: 货运载运率增速: 快速反弹后回落	26
图 37: 人民币美元: 保持稳定, 汇兑收益减弱	26
图 38: 国航经营净利润: 快速恢复上升轨道	28
图 39: 中国铁路营业里程: 摆脱徘徊、快速增长	30
图 40: 铁路投资: 同比翻倍增长	30
图 41: 铁路运输周转量: 继续下降趋势 有望探低回升	31

表格目录

表 1: 交运行业的主要驱动因素	5
表 2: 货运增速: 铁路上升、水运跳水、公路下滑、航空探底	6
表 3: 旅客运输增速: 民航加速、铁路公路放缓、水运下滑	6
表 4: 货运周转量: 展开探底缓慢恢复趋势	7
表 5: 客运周转率: 从快速转入稳健	10
表 6: 海运集装箱: 运量缓慢恢复、运力增速不减、供大于求延续	12
表 7: 全球散运新动力、煤炭出口稳健增长	12
表 8: 全球铁矿进口: 中国增长惊人 拉动需求上升	13
表 9: 全球铁矿出口: 澳大利亚巴西优势明显	13
表 10: 全球散货周转量预测: 钢铁快速恢复、煤炭谷物稳健	14
表 11: 1999-2010 年全球水运三大需求与预测	14
表 12: 全球散货数量: 即将进入投放高峰	15
表 13: 全球散货船新增规模: 未来三年惊人增长	15
表 14: 全球油轮规模: 投放加速、VLCC领先	15
表 15: 生铁再升温、铁矿进口提速	18
表 16: 干散货运力和需求及增速: 短期需求恢复、中期压力尚存	22
表 17: 国航航油成本分析表	25
表 18: 国内外航油大调整——航空公司毛利率大增	27
表 19: 中国国航燃油敏感性分析	29
表 21: 铁路上市公司预测: 需求强劲、利润加速	32
表 22: 大秦铁路公司业绩预测表	33
表 23: 大秦铁路(601006)财务报表预测	34
表 24: 大秦铁路(601006) DCF折现模型	35
表 25: 大秦铁路SWOT法分析	36
表 26: 大秦铁路公司竞争力分析	36
表 27: 中国国航业绩预测表	37
表 28: 中国国航三大表预测	38
表 29: 中国国航(601111) DCF折现模型	39
表 30: 中国国航SWOT法分析	40
表 31: 中国国航公司竞争力分析	40
表 32: 铁龙业绩预测表	41
表 33: 铁龙物流三大表预测	42
表 34: 铁龙物流(600125) DCF折现模型	43

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908